

I. ASPECTOS BÁSICOS

En el presente documento se describe la metodología de Feller Rate para la calificación de riesgo de cooperativas y de los títulos de oferta pública por ellas emitidos.

En el criterio de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad. Esto es, su capacidad y voluntad para responder por sus obligaciones.

Para evaluar la solvencia, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual o *Stand Alone* de cada entidad.

Una vez analizado el Perfil Crediticio Individual, en casos puntuales, puede incorporarse el impacto de otros factores -principalmente relacionados con la propiedad de la cooperativa-, que puedan afectar su capacidad de pago, para determinar su calificación de solvencia.

Las clasificaciones de los títulos se basan tanto en la calificación de la solvencia, como en las características específicas de los instrumentos. En el caso de títulos de deuda -bonos o papeles comerciales-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías que pueden determinar una mayor o menor capacidad de pago de la respectiva deuda.

La "Tendencia" de la calificación expresa la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. En contraposición, un "Creditwatch" o "Revisión Especial" captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

La metodología incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que la cooperativa presenta. Se trata de determinar si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la entidad son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente su situación financiera y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.

Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Éste incluye, pero no se limita a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y

experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las clasificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la cooperativa.

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

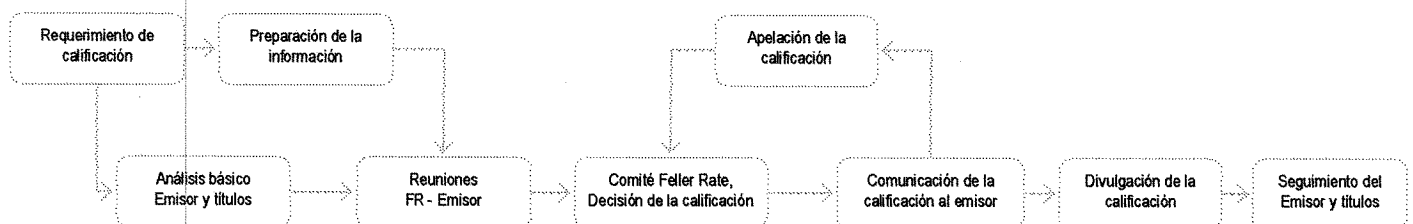
La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la entidad y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación por parte del emisor del título a calificar, este deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar del emisor y el título a calificar, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el emisor para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios del emisor, y títulos a calificar.

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el emisor, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación, que determina la calificación del emisor y/o título.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada al emisor. El emisor puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a la Comisión Nacional de Valores, otros reguladores pertinentes y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la cooperativa y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realizará especial revisión en las fechas que corresponda la entrega de información financiera y se solicitará al emisor los Estados Financieros trimestrales de la compañía.

III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros que son los encargados finales de asignar la calificación de una compañía o emisor en función de los antecedentes entregados por el cliente y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a la que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la entidad y el título cuyo riesgo se trata de calificar. De

tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la clasificadora, es esencial que el emisor proporcione a aquella todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA

Producto de las diferencias fundamentales entre una entidad definida como "Cooperativa de Ahorro y Crédito" y aquellas definidas como "Cooperativas de Producción" (incluyendo las "Cooperativas Multiactivas" cuya principal actividad no sea el ahorro y crédito), este documento presentará una metodología diferenciada para cada tipo.

IV.1. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA PARA COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO

El análisis global que Feller Rate realiza de una cooperativa de ahorro y crédito tiene como objetivo final la determinación de su capacidad de pago. La singularidad de la situación de cada entidad implica que, ante cada caso particular, los factores a analizar tengan pesos relativos de distinta magnitud respecto de su fortaleza financiera. La combinación de éstos definirá la calificación de la solvencia.

En primer lugar, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual (PCI), que contempla en la evaluación de cinco Factores de Calificación:

1. Perfil de negocios.
2. Capacidad de generación.
3. Respaldo patrimonial.
4. Perfil de riesgos.
5. Fondeo y liquidez.

Los Factores de Calificación son evaluados en consideración a los elementos cualitativos y cuantitativos, descritos más adelante, y que permiten asignar una de las siguientes categorías: *Muy fuerte*; *Fuerte*; *Adecuado*; *Moderado* y *Débil*. La combinación de ellos determina el Perfil Crediticio Individual de una cooperativa.

Como parte del análisis, se efectúa una revisión de los principales pares o grupos de pares, teniendo en consideración que los ratios financieros de referencia pueden variar dependiendo del sector específico en el que participe la entidad o de su posición competitiva.

La importancia relativa de dichos factores y su respectiva categoría en la evaluación final, depende de las características de la industria en particular en la que se desenvuelve la cooperativa y de sus proyecciones a futuro. Para la asignación de la Solvencia a través del Perfil Crediticio Individual se tienen en consideración los parámetros descritos en la tabla siguiente:

Tabla 1:
Parámetros para la determinación del PCI

Solvencia	
AAA / AA+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Fuerte y Muy Fuerte
AA+/AAAA-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado y Fuerte
AA+/A+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado. En caso de presentar factores evaluados en Moderado, esto debe ser compensado con la existencia de factores evaluados en Fuerte o Muy Fuerte
A+/A	Entidades que presentan mayoritariamente factores evaluados en Moderado y Adecuado, acompañado de algún factor evaluado en Fuerte o Muy Fuerte.
A/A-/BBB+	Entidades que presentan una combinación de factores evaluados en Moderado y Adecuado
BBB+/BBB/BBB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Moderado
BB+/BB/BB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil y Moderado
BB-/B+/B/B-/C	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil

Nota: Estos parámetros son indicativos y no constituyen una regla estricta a aplicar, pudiendo existir situaciones que impliquen desviaciones a los mismos.

Una vez definido el Perfil Crediticio Individual se incorpora, en caso que sea aplicable, el potencial impacto de Otros Factores. Específicamente, se evalúa la relación de la cooperativa con entidades gremiales, asociaciones, o sectores productivos en particular que pudieran beneficiar su calidad crediticia.

■ 1. PERFIL DE NEGOCIOS

El primer factor analizado es el perfil de negocios de la cooperativa. El análisis de este factor identifica las fortalezas y los riesgos a los cuáles está expuesta la cooperativa en el desarrollo de sus operaciones. Considera, además, cómo se gestiona la entidad, a través del análisis de sus objetivos estratégicos y la consecución de sus planes comerciales y financieros.

Una institución con un fuerte perfil de negocios mantiene una estrategia coherente y consistente con su apetito de riesgo y es menos vulnerable a variaciones del mercado y del entorno, al tiempo que exhibe una mayor estabilidad y predictibilidad en su capacidad de generación de ingresos.

En este factor se incorpora la evaluación de las condiciones de la industria en que se desenvuelve la entidad. En especial, el marco regulatorio, estándares de supervisión y control, condiciones de oferta y de demanda y elementos operacionales, entre otros.

La evaluación considera tres aspectos centrales que abordan las actividades y grado de competitividad de una cooperativa: diversificación de negocios; estrategia y administración; y posición de mercado. Si bien cada uno de dichos factores es analizado de forma independiente sobre la base de aspectos

cuantitativos y cualitativos, el análisis final conlleva a un estudio en conjunto para la evaluación del perfil de negocios.

— A. DIVERSIFICACIÓN DE NEGOCIOS

El análisis de la diversificación de negocios incorpora la historia y el énfasis comercial de la entidad, los segmentos que atiende y los tipos de productos y servicios que ofrece a su mercado objetivo.

Se determina el grado de concentración o diversificación tanto de los activos -con énfasis en aquellos que tienen el carácter de generadores-, como de los ingresos por área de negocios y la contribución de cada uno a los resultados finales, teniendo en consideración el perfil de riesgo de los productos.

Para Feller Rate una alta concentración de ingresos por tipos de productos o segmentos de negocios, deriva potencialmente en una mayor volatilidad de los retornos antes cambios en las condiciones de los mercados financieros -como tasas de interés y tipo de cambio- y/o en una alta sensibilidad a los ciclos económicos o del entorno competitivo. A su vez, implica un alto riesgo ante cambios en el entorno regulatorio que pudieran afectar a una industria, negocio, segmento o nicho particular en el que la entidad tenga alta exposición.

— B. ESTRATEGIA Y ADMINISTRACIÓN

Feller Rate examina los planes estratégicos de la entidad, así como su consistencia en el tiempo y la consecución de los objetivos comerciales, financieros y operacionales mediante indicadores de crecimiento, cuota de mercado, calidad de activos, eficiencia y rentabilidad, entre otros. Asimismo, observa si el desarrollo de la estrategia ha sido acompañado del fortalecimiento necesario de la estructura organizacional, infraestructura física, tecnológica y humana.

Se analizan también elementos de la administración de la cooperativa como el apetito por riesgo, experiencia y consecución de la estrategia. Se considera positivo si la administración superior ha sido capaz de alcanzar los objetivos propuestos, lo que refleja su conocimiento del negocio y capacidad de gestión.

Adicionalmente, Feller Rate incorpora en su evaluación aspectos específicos de gobierno corporativo, principalmente enfocado a sus potenciales efectos sobre la capacidad de pago. Estos aspectos incluyen:

- Participación de directores independientes en el directorio de la entidad.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, incluyendo sociedades coligadas, subsidiarias, filiales y otras relacionadas.

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.

— C. POSICIÓN DE MERCADO

La evaluación se centra en la fortaleza o vulnerabilidad de la posición de la cooperativa ante variaciones en el mercado como consecuencia de una mayor competencia, cambios del marco regulatorio o de organización de la industria.

El análisis considera su participación de mercado en general y por líneas de productos, así como la evolución y proyección de ésta. Incorpora también la apreciación de sus ventajas competitivas en productos, canales de distribución, calidad de servicio y reconocimiento de marca, entre otros.

Parte importante del análisis consiste en una evaluación de la estabilidad de su actividad, en términos de volumen de negocios, ingresos, número de socios y participación de mercado. Asimismo, considera la probabilidad de que dicha tendencia se mantenga en el tiempo.

En este ámbito, también se efectúan comparaciones con entidades pares o grupos de ellas, teniendo en consideración el tipo de industria o segmento en que se desenvuelva la cooperativa.

■ 2. CAPACIDAD DE GENERACIÓN

La rentabilidad es una síntesis de la situación financiera de la cooperativa. Feller Rate centra su análisis en la forma en que ella se genera, analizando debilidades o peligros en la estabilidad de ingresos y gastos que puedan afectar la capacidad de pago de sus obligaciones.

La evaluación de la capacidad de generación tiene por objeto determinar la exposición de la entidad a riesgos asociados a una disminución de los ingresos operacionales, incremento en gastos en provisiones por pérdidas de cartera y/o en gastos operacionales, así como su estabilidad y su tendencia, depurando los ingresos y gastos que tienen carácter excepcional. De la misma manera, cuando la información disponible permite concluir que existe una buena probabilidad de que en el futuro la institución tendrá ingresos o gastos adicionales a los que las cifras históricas permiten proyectar, estos eventos se consideran dentro del análisis de rentabilidad.

La evaluación incluye la apreciación de los diferentes indicadores, su estabilidad y evolución, así como la comparación con entidad pares o grupos de ellas.

El análisis comprende los siguientes aspectos:

— A. INGRESOS Y MÁRGENES

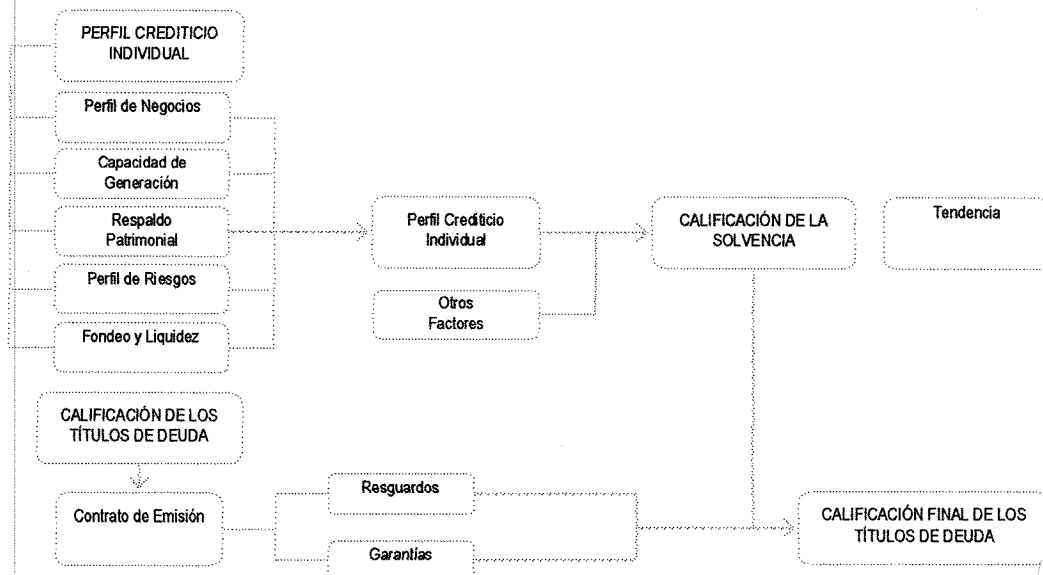
La evaluación de los ingresos y márgenes considera aspectos como la calidad y la diversificación de los ingresos, la importancia relativa de sus distintas líneas de negocios, identificando ingresos de los diferentes segmentos, así como de diferentes actividades, tipos de productos o servicios y filiales que consolidan.

En el análisis, cobra relevancia la estabilidad de los ingresos en el tiempo y su predictibilidad, así como el nivel de ingresos generados respecto a su tamaño.

Entre los indicadores más importantes que se consideran, se encuentran:

- Resultado operacional financiero, resultados por comisiones netas y otros ingresos netos sobre el resultado operacional bruto.

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO



- Resultado operacional financiero, bruto y neto sobre colocaciones y activos totales.

— B. GASTO EN PREVISIONES

El análisis considera el nivel de gasto en provisiones por pérdidas de cartera -netas de recuperaciones y castigos-, su estabilidad y tendencia, y la existencia de situaciones o eventos puntuales que generen volatilidad.

Los indicadores más utilizados son las que relacionan:

- Gasto en provisiones netas y adicionales con el resultado operacional bruto.
- Gasto en provisiones netas y adicionales con las colocaciones, activos productivos y activos totales.

Feller Rate analiza el nivel de gastos incurrido, así como la calidad de la cartera, el nivel de stock de provisiones respecto al monto de cartera con problemas y la evolución de los indicadores de morosidad y cartera vencida, en cuanto ello puede influir en los niveles de gasto en provisiones futuros.

— C. GASTOS OPERACIONALES

La evaluación de los gastos operacionales incluye el nivel de gastos de apoyo, su tendencia y la existencia de situaciones particulares que generan volatilidad.

El análisis incorpora, también, la existencia de eventos operacionales puntuales, consideraciones respecto a efectos por amortizaciones y/o *goodwill* y la naturaleza fija o variable de la estructura de gastos de la entidad. Incluye, además, los requerimientos de inversiones en tecnología, o de otro tipo, necesarios para la consecución de los objetivos y perspectivas de crecimiento de la entidad y/o el cumplimiento de requerimientos regulatorios.

Feller Rate evalúa los gastos de apoyo, de personal y de administración y su relación con los ingresos operacionales y los niveles de actividad de la entidad. Los indicadores más utilizados incluyen:

- Gastos de apoyo sobre total de activos, activos productivos y colocaciones.
- Gastos de apoyo sobre resultado operacional bruto y neto de provisiones.

Adicionalmente, dependiendo de las características de la entidad, se toman en consideración indicadores que relacionan los gastos de apoyo con variables como número de empleados, número de sucursales y número de socios (deudores y depositantes), entre otros.

Estos indicadores son juzgados en su conjunto, considerando tanto su valor actual, como su tendencia y evolución a través del tiempo, y en relación a los parámetros de la industria. En el análisis se incorpora la orientación comercial de la institución y sus niveles de rentabilidad.

— D. RESULTADOS

Corresponde al análisis de resultados y rentabilidad propiamente tal, su estabilidad y tendencia. Para esto, se analizan las variables mencionadas con anterioridad y se incorporan aspectos no operacionales que pueden influir de manera permanente u ocasional en las utilidades de la entidad.

Los indicadores más utilizados incluyen resultado operacional, resultado antes de impuesto y utilidad neta sobre activos totales y sobre patrimonio.

■ 3. RESPALDO PATRIMONIAL

El capital representa el soporte que permite enfrentar pérdidas extraordinarias, sin afectar la capacidad de hacer frente al pasivo exigible y otras obligaciones. El soporte patrimonial debe ser tal que compense adecuadamente los distintos riesgos en que incurre la entidad en su actividad.

Entre los elementos que se toman en consideración están: la composición del capital; las diversas mediciones o indicadores de solvencia patrimonial; los requerimientos de capital normativos; la política de reparto de dividendos; la política de endeudamiento; el tamaño del capital, su capacidad de hacer frente a pérdidas extraordinarias y la capacidad de la entidad de acceder a fuentes adicionales de capital.

La evaluación no es sólo en función del valor coyuntural del capital y los indicadores mencionados, sino también de su evolución histórica, tomando en consideración la política que haya establecido la entidad y su predisposición al riesgo.

Los indicadores más importantes incluyen:

- Capital y patrimonio sobre activos.
- Pasivos sobre capital y patrimonio.

En relación a la capacidad que tiene la entidad de satisfacer demandas no esperadas de capital adicional, Feller Rate analiza:

- La probabilidad de apoyo de sus socios actuales.
- La capacidad de levantar capital de fuentes públicas o privadas.

El análisis de respaldo patrimonial se complementa con el análisis de la capacidad de generación de la entidad, en cuanto la retención de utilidades es la fuente primaria para incrementar o mantener su capital. Lo anterior, poniendo énfasis en el historial de la entidad respecto a su política de retención de utilidades y aumentos de capital con cargo a resultados pasados.

■ 4. PERFIL DE RIESGOS

Este factor incorpora el análisis de los aspectos de riesgo específicos relacionados a la actividad de la cooperativa, con énfasis en los riesgos de sus activos y cómo ellos son administrados. La evaluación se realiza a través de cuatro

aspectos principales: estructura y marco de gestión de riesgo; concentración del riesgo; crecimiento y calidad de los activos; e historial de pérdidas.

Se analizan aspectos cualitativos de gestión de riesgo, así como indicadores asociados a exposiciones, pérdidas esperadas e incurridas y comportamiento de pago, considerando el desempeño histórico de la entidad, así como su situación con respecto a la industria y pares, teniendo en cuenta los ciclos económicos del período considerado.

— A. ESTRUCTURA Y MARCO DE GESTIÓN DE RIESGO

Por la naturaleza de la actividad crediticia y de intermediación, la estructura establecida para la gestión, medición, monitoreo y control del riesgo, así como las políticas de administración crediticia y de inversión asumen un rol crucial en el proceso de calificación de riesgo, toda vez que determinan los riesgos asumidos a través de la cartera de créditos y posiciones financieras.

El análisis se basa en la evaluación de aspectos esencialmente cualitativos, que incluyen:

- La existencia de una estructura acorde a la complejidad de la actividad y riesgos asumidos.
- La definición y segregación de funciones, una adecuada dotación de profesionales en las distintas áreas y una estructura de incentivos alineada con los objetivos.
- Políticas y procedimientos de riesgo formalizadas, acordes con las prácticas de la industria, debidamente actualizadas y difundidas.
- Sistemas de atribuciones y responsabilidades estructuradas y coherentes, con la suficiente participación de órganos superiores.
- Grado de automatización en los procesos acorde con el tipo de operaciones, incluyendo sistemas de medición, monitoreo y control del riesgo.
- Estructura de control independiente para verificar el cumplimiento de políticas, acorde con la naturaleza de la entidad.

— B. CONCENTRACIÓN DEL RIESGO Y EXPOSICIONES RELEVANTES

Se evalúa la existencia de concentraciones y exposiciones relevantes a los distintos riesgos. También considera si son mayores a los observados para el promedio de su industria y entidades comparables, incluyendo:

- Características de los principales productos y segmentos objetivo.
- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos de socios específicos.

- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos que presenten una sensibilidad similar a variables externas.
- Concentración de riesgo de crédito en un número determinado de socios, deudores, o grupos de socios y deudores que involucren riesgos conjuntos significativos.
- Concentración del riesgo de crédito en uno o más sectores industriales, actividades o zonas geográficas, incluyendo riesgos soberanos distintos al país en que está basada la entidad.
- Exposiciones de riesgo por la cartera de instrumentos financieros y concentraciones en contrapartes de títulos derivados.
- Exposición a riesgo operacional.

— C. CRECIMIENTO Y CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Se evalúan las características generales y perfil de riesgo de las colocaciones e inversiones, así como características de los activos o grupos de activos más relevantes, incluyendo:

- Ritmo de expansión de los créditos y principales activos, así como incursión en nuevos productos.
- Previsiones asociadas al segmento o segmentos principales.
- Morosidad y comportamiento de pago agregado de la cartera y de los segmentos principales.
- Cobertura de provisiones sobre cartera con problemas y eventuales pérdidas.
- Existencia de garantías sobre la cartera global y la cartera con problemas.
- Riesgo crediticio asociado a la cartera de inversiones.
- Posiciones de riesgo de mercado.

— D. HISTORIAL DE PÉRDIDAS

A pesar de que reflejan decisiones pasadas y no necesariamente las consecuencias de las actuales políticas de riesgo, las pérdidas pasadas dan una señal importante de la tradición que tiene la entidad en la administración de sus riesgos.

Se consideran las pérdidas históricas y contingencias identificables ocasionadas por:

- Deterioro de la cartera de crédito.
- Deterioro y/o volatilidad en el valor de las inversiones.
- Pérdidas asociadas a riesgo operacional.

■ 5. FONDEO Y LIQUIDEZ

El principio operacional básico de una cooperativa de ahorro y crédito es asegurar que en todo momento cuente con suficientes fondos para hacer frente a sus obligaciones. Por ello, el análisis de este aspecto considera no sólo la mantención de

recursos que permitan el desarrollo normal de las operaciones, sino también la capacidad que tiene la entidad de acceder a distintas fuentes de fondos ante períodos de crisis.

Feller Rate evalúa la existencia de políticas claras de liquidez que aborden períodos de actividad normal, la holgura de sus posiciones con relación a los requerimientos normativos y la definición de planes de contingencia sólidos para hacer frente a escenarios adversos.

Además, se analizan la composición y liquidez de los activos; los flujos de caja de corto plazo; así como el acceso a otras fuentes de financiamiento externas. Complementariamente, se revisan las características del fondeo en términos de tipos de depositantes y acreedores (mayoristas versus minoristas) y sus concentraciones; la emisión de títulos de oferta pública y el perfil de vencimiento de las obligaciones.

Se incorporan también distintos ratios según las características de las cooperativas, entre los que se encuentran aquellos que relacionan:

- Depósitos de socios con base de fondeo.
- Préstamos a socios con depósitos de socios.
- Activos líquidos con depósitos de socios.
- Activos corrientes con pasivos corrientes.
- Diferencia entre flujos de efectivos por pagar y flujos de efectivos por recibir por bandas temporales.

IV.2. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA PARA COOPERATIVAS DE PRODUCCIÓN Y MULTIACTIVAS

El análisis global que Feller Rate realiza de una cooperativa de producción o multiactiva (cuya principal actividad no sea el ahorro y crédito) tiene como objetivo final la determinación de su capacidad de pago. El proceso considera el análisis de elementos cuantitativos y cualitativos que, en conjunto, llevan a establecer una calificación. Estos elementos son:

■ 1. RIESGO DE LA INDUSTRIA

El riesgo de una industria corresponde a la variabilidad de la rentabilidad o de los retornos que percibe cada uno de los participantes dentro de ella, debido al efecto que genera un cambio en alguno de los factores relevantes y críticos para su evolución.

Para su evaluación se analizan en detalle los elementos propios de la o las industrias en que se desenvuelve la cooperativa y que tienen incidencia sobre los resultados. Mientras más estable sea la rentabilidad de una industria ante cambios en las variables relevantes de su entorno, más predecibles serán sus resultados y, por consiguiente, menor será el riesgo asociado.

Para determinar el grado de riesgo de una industria, se consideran los siguientes cinco factores:

— A. BARRERAS DE ENTRADA

Mayor o menor dificultad que presenta la industria para la entrada de nuevos competidores.

— B. BARRERAS DE SALIDA

Los elevados costos vinculados a la decisión de cambiar de actividad incrementan el riesgo de la cooperativa, ya que ante cambios en el entorno que afecten la estabilidad, los propietarios tienden a postergar soluciones drásticas.

— C. RIVALIDAD ENTRE COMPETIDORES

La mayor rivalidad implica un mayor riesgo para los diferentes participantes de la industria. Elementos como alta capacidad de diferenciación de productos, pocos competidores, existencia de mercados potenciales no atendidos y facilidad para incrementar capacidad, tienden a disminuir la rivalidad entre competidores.

— D. PODER DE LOS CONSUMIDORES

Industrias en que los compradores están atomizados, no existen productos sustitutos y la rentabilidad del comprador es alta, normalmente no se ven afectadas por decisiones de los compradores. Por el contrario, industrias en que existen pocos compradores y, por consiguiente, con alto poder, se traducen en una mayor inestabilidad y riesgo para sus participantes.

— E. SENSIBILIDAD DE LA INDUSTRIA

Cooperativas que operan en sectores dependientes de variables sobre las cuales no tienen posibilidad de control, son generalmente de mayor riesgo. Entre estas variables se estudia la disponibilidad de materia prima, tasa de cambio, cambios de regulación, problemas ambientales y cambio de precios relativos, entre otras.

En el caso de cooperativas que desarrollan su actividad en más de una industria, el proceso de determinación del riesgo toma en consideración el riesgo asociado a cada una, la importancia relativa en el conjunto, así como la compensación de riesgo asociada al portafolio.

■ 2. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Se evalúan los administradores en relación a su influencia en la gestión y la solvencia de la cooperativa. Se postula que, en general, mientras más coherente sea la forma de administrar, mayor la capacidad de pago del emisor. De la misma manera se analiza el esquema de propiedad y las características de los cooperados, cuyo compromiso con el fortalecimiento de la cooperativa es esencial para su estabilidad en el largo plazo.

— A. INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN

Se intenta evaluar la influencia que la administración ha tenido en la gestión y solvencia de la cooperativa. Para esto se considera:

- Características de los principales ejecutivos
- Políticas de organización
- Políticas de planificación e inversión
- Control interno de las áreas críticas
- Centros de decisión
- Comunicaciones internas

— B. INDICADORES DE PROPIEDAD

Entre otros aspectos que se toman en consideración en el análisis de las características de los propietarios y/o cooperados están:

- Dispersión de los cooperados
- Influencia en la toma de decisiones
- Transacciones con personas y entidades relacionadas
- Características de los miembros del directorio y/o consejo de administración

— C. EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Su calificación se realiza en consideración al mayor o menor aporte que, tanto la administración como los cooperados, hacen al fortalecimiento de la cooperativa.

■ 3. SITUACIÓN FINANCIERA

El análisis de la situación financiera, considera básicamente los siguientes aspectos:

— A. COBERTURA DE INTERESES

El indicador básico de cobertura es el cociente entre el flujo que se espera generen los activos del emisor y los gastos financieros, ambos estimados para el período de los próximos doce meses.

— B. ESTABILIDAD DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS

Se analiza la variabilidad y la tendencia de la rentabilidad histórica de los activos y, de esta manera, la estabilidad del flujo de utilidades y el grado de predictibilidad de los flujos con los cuales se ha de hacer frente a la amortización de pasivos. Para ello, se determina el coeficiente de variación de la rentabilidad histórica de los activos y su tendencia.

— C. INDICADORES ADICIONALES DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

Con el objeto de lograr una mejor perspectiva sobre la situación financiera de la cooperativa, se analizan una serie de indicadores adicionales de la situación financiera del emisor. Entre otros, los indicadores que se consideran, son:

- Calce de plazos
- Endeudamiento
- Liquidez
- Contratos a futuro
- Rentabilidad operacional
- Calce de flujos
- Rentabilidad patrimonial
- Calce de monedas
- Contingencias y compromisos
- Acceso al crédito
- Incidencia de resultados extraordinarios

■ 4. CALIFICACIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

La calificación de la situación financiera corresponde a un juicio respecto de la fortaleza financiera de la cooperativa, sobre la base del indicador de cobertura, de la estabilidad de la rentabilidad y de los indicadores adicionales de la situación financiera. Dependiendo de los tres elementos recién señalados, Feller Rate califica la situación financiera en alguna de las categorías siguientes: excelente, muy buena, buena, adecuada, regular, débil o deficiente.

■ 5. POSICIÓN DE LA COOPERATIVA EN SU INDUSTRIA

La solvencia de la cooperativa no depende sólo de su situación financiera actual, sino que es muy dependiente de cómo se movilice y se adapte al entorno, aprovechando las oportunidades y haciendo frente a los problemas o dificultades que se presentan. Por ello, una cooperativa con un posicionamiento débil en su industria, corre el riesgo de perder sus ventajas competitivas. Como norma general entonces, cualquier dificultad o problema de cierta envergadura detectado en estos aspectos, se traducirá en un desmejoramiento de la calificación. Los factores que se consideran claves en este aspecto se agrupan en las siguientes áreas críticas de resultados: gestión, comercialización, producción y finanzas. Cada una de estas áreas es calificada en relación a si se trata de un área con claras fortalezas o debilidades, o si corresponde a una situación neutra.

La calificación de la posición de la cooperativa requiere de la adecuada ponderación de factores esencialmente cualitativos, y por consiguiente, la calificación puede responder a una situación equilibrada en cada una de las áreas, pero también a situaciones extremas en uno de los factores en cuestión.

■ 6. PERSPECTIVAS Y PROYECCIONES

En esta parte del análisis se explicitan las amenazas y oportunidades, y las fortalezas y debilidades para proyectar la generación de flujos en el escenario considerado como de mayor probabilidad de ocurrencia y determinar su sensibilidad ante escenarios posibles, pero de menor probabilidad.

En definitiva, el análisis comprende:

— A. LA COOPERATIVA Y SU ENTORNO

Oportunidades y amenazas que se le presentan a la cooperativa, así como las variables que le afectan.

— B. PROYECCIONES

Proyección de la capacidad de generación de flujos y de la capacidad de pago, en un periodo de cinco años, en el escenario con mayor probabilidad de ocurrencia según Feller Rate.

— C. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Se determina si, ante posibles eventos, la capacidad de pago de la cooperativa se deteriora a niveles que se consideren riesgosos para sus acreedores, o si por el contrario, ésta se mantiene firme.

■ 7. CALIFICACIÓN DE LA SOLVENCIA

La calificación de la solvencia corresponde a la apreciación de Feller Rate sobre la capacidad de pago de mediano y largo plazo de la cooperativa. En esencia, es una ponderación de los factores anteriormente señalados y, por lo tanto, no es posible establecer un criterio general único que permita ponderarlos para llegar a una cierta calificación. Como norma general, sin embargo, puede señalarse que, para acceder a una cierta categoría, a mayor riesgo industria se exige una mayor fortaleza financiera. Asimismo, problemas de administración o de propiedad, o una posición más débil en la industria en que la cooperativa desenvuelve su quehacer, llevan aparejadas categorías de calificación de mayor riesgo.

Las categorías que Feller Rate utiliza para la calificación de la solvencia de una cooperativa, son las mismas que para bonos, con la diferencia que la capacidad de pago no se refiere a un instrumento específico, sino a la capacidad de la cooperativa para hacer frente al pago de todas sus obligaciones. La nomenclatura utilizada se encuentra descrita al final del presente documento.

V. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

Para establecer la clasificación final del instrumento, el factor fundamental es la solvencia asignada a la cooperativa. La solvencia constituye una base importante para comprender el comportamiento de pago de los flujos futuros comprometidos por sus títulos.

■ 1. INSTRUMENTOS DE DEUDA

En el caso de los instrumentos de plazo mayor a un año, lo normal es que su calificación coincida con la de la entidad.

La calificación asignada a un instrumento puede ser modificada si presenta protecciones especiales que determinan un nivel de riesgo menor que el de la solvencia del emisor.

Por protecciones especiales se entiende el conjunto de atributos particulares de un instrumento que incrementan la probabilidad de que sea pagado, en los mismos términos contemplados en su emisión, por encima de la capacidad de pago general del deudor. Existen múltiples características especiales que pueden afectar a un instrumento, destacándose las garantías y los resguardos, normalmente asociados a emisiones de bonos.

Entre estas se pueden señalar las siguientes:

- Garantías o seguros estatales o de terceros.
- Tratamientos preferenciales en caso de declaración de convenio o liquidación.
- Caucciones especiales, como fianzas, prendas e hipotecas.
- Condiciones contractuales especiales que obligan al emisor a determinadas políticas de administración y a mantener ciertos indicadores financieros dentro de determinados rangos. O bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.
- Bonos subordinados, el criterio normal es asignar una clasificación inferior en una subcategoría a la del emisor en atención a su condición de deuda de menor prioridad.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Las protecciones especiales que otorgue un determinado instrumento pueden mejorar su calificación con relación a la del emisor, en la medida en que se juzgue que efectivamente se produce un incremento en la probabilidad de ser pagado en las condiciones pactadas. Sin embargo, el criterio general de Feller Rate es que la capacidad de pago del emisor es lo relevante y que sólo en casos excepcionales es pertinente considerar fuentes complementarias.

— CALIFICACIÓN FINAL INSTRUMENTOS DE DEUDA

Una vez obtenida la calificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos, las garantías u otras fuentes complementarias, la determinación de la calificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la calificación de la capacidad de pago.

VI. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Las categorías de riesgo que utiliza Feller Rate muestran en forma sintética su opinión sobre el riesgo relativo de un título de oferta pública o, según el caso, de la solvencia de una cooperativa.

Las siguientes categorías incorporan a las cooperativas y centrales cooperativas con activos totales mayores a Gs. 300.000 millones, toda vez que entre sus actividades se encuentre la captación de ahorros en cualquier modalidad y monto, al cierre del ejercicio económico-financiero anterior y, para las cooperativas y centrales que emiten títulos en el mercado de valores, por montos superiores a US\$1.000.000, o con saldo igual o superior a US\$1.000.000 o cuando el monto a emitir más las emisiones en circulación sean superiores a US\$1.000.000.

Las calificaciones son las siguientes:

■ 1. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la calificación de solvencia y bonos:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con la más alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellas Cooperativas que con muy alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.

- Categoría A: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con una buena capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso de cumplimiento de los mismos.
- Categoría B: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con mínimo de capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en incumplimiento de los mismos.
- Categoría C: Corresponde a Cooperativas que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de incumplimiento de los mismos, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellas Cooperativas que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de los mismos, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellas Cooperativas de las cuáles no se posee información suficiente o no tienen información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

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

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.



VII. 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, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la cooperativa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

➤ **FUERTE (+):**

La calificación puede subir.

➤ **ESTABLE:**

La calificación probablemente no cambie.

➤ **SENSIBLE (-):**

La calificación puede bajar.

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.



Feller Rate
Clasificadora de Riesgo Ltda.

I. ASPECTOS BÁSICOS

La metodología de calificación de Feller Rate de empresas no financieras, que aquí se presenta en forma resumida, comprende básicamente tres partes: la calificación de la solvencia de la compañía, la calificación de sus instrumentos y, finalmente, la asignación de la "Tendencia" de calificación.

En toda calificación de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad, es decir, la capacidad para responder por sus obligaciones. La evaluación se realiza sobre la base de un análisis de información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. También incluye reuniones con la administración superior y, según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas o de control.

Para otorgar la calificación de la solvencia, Feller Rate analiza riesgo del negocio de la empresa, para luego evaluar su posición financiera. La combinación de ambas entrega el perfil crediticio individual o *stand alone* de la entidad.

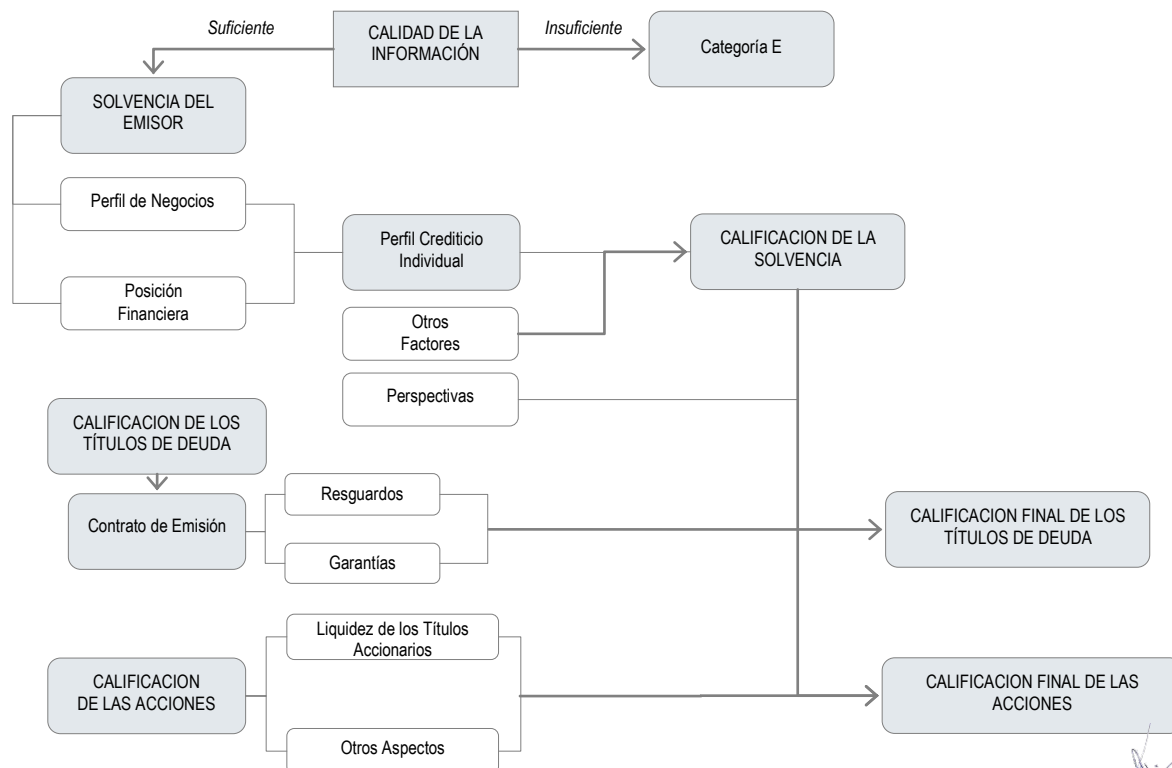
Una vez obtenido el perfil *stand alone*, para determinar la calificación final se incorpora el impacto de otros factores, tales como el soporte de un controlador fuerte, la pertenencia al Estado o la influencia de una matriz con una posición financiera más débil, entre otros.

La calificación de los instrumentos se basa tanto en la calificación de la solvencia, como en las características de los títulos emitidos. En el caso de títulos de deuda -bonos o papeles comerciales-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías del instrumento, que pueden determinar una mayor o menor capacidad de pago de la compañía. Para títulos accionarios, Feller Rate analiza la liquidez de la acción y otros factores, como puede ser el tamaño de capitalización y la política de dividendos del emisor.

La "Tendencia" de la calificación expresa la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. En tanto, un "Creditwatch" o "Revisión Especial" captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

La metodología también incorpora, en una etapa previa e imprescindible para toda calificación de riesgo, una evaluación de la calidad de la información que presenta la empresa. Se trata de determinar, a juicio de Feller Rate, si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso de que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la calificación "E".

DIAGRAMA 1: CALIFICACIÓN DE RIESGO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS



Debe enfatizarse que las calificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Este incluye, pero no se limita a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las calificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, la tendencia de la entidad.

La decisión final de la categoría de calificación asignada corresponde al Comité de Calificación, cuerpo colegiado que toma sus decisiones por mayoría simple, sobre la base de los antecedentes presentados por el equipo a cargo de la calificación.

Luego, la decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada al emisor. El emisor puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación, Feller Rate prepara un informe y un comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a la Comisión Nacional de Valores, otros reguladores pertinentes y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa y en el informe es pública, y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la compañía y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realiza especial revisión en las fechas que correspondan a la entrega de información financiera.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación por parte del emisor del título a calificar, éste deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción, evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar del emisor y el título a calificar, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el emisor para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios del emisor y títulos a calificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el emisor, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación, que determina la calificación del emisor y/o título.

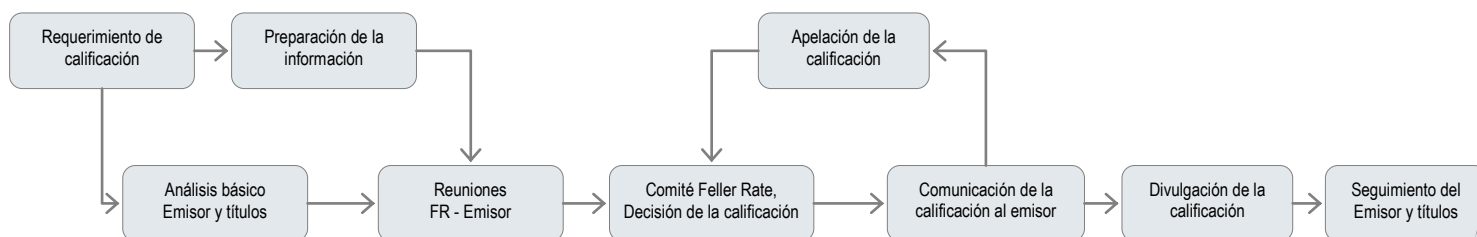
III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros, que son los encargados finales de asignar la calificación de una compañía o emisor en función de los antecedentes entregados por el cliente y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a la que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada

DIAGRAMA 2: PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



con la mayor diligencia, de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la empresa y al título cuyo riesgo se trata de calificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la clasificadora, es esencial que el emisor proporcione a aquella todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El punto inicial del análisis de solvencia es la evaluación del perfil de negocios, determinante de la capacidad de generación de flujos de caja de la entidad, así como de la potencial estabilidad y predictibilidad de los mismos.

IV.1. PERFIL DE NEGOCIOS

El riesgo o perfil de negocios está definido, fundamentalmente, por el riesgo de la industria, la posición competitiva y los mercados de operación.

La evaluación considera el análisis de elementos cuantitativos y cualitativos en cada categoría, los que, en conjunto, llevan a establecer una de las siguientes calificaciones: **FUERTE, SATISFACTORIO, ADECUADO, VULNERABLE O DÉBIL.**

■ 1. RIESGO DE LA INDUSTRIA

Cada industria posee condiciones estructurales que resultan determinantes en el riesgo de crédito de una empresa.

Estas condiciones definen el grado de intensidad competitiva, los niveles de rentabilidad y la volatilidad potenciales a los que la entidad está expuesta.

Las principales características de la industria que inciden en su rentabilidad y volatilidad de sus retornos, y en nivel de competencia, aunque no los únicos a considerar, son:

— FACTORES DE OFERTA

Tales como la existencia de barreras a la entrada y/o a la salida, así como la concentración/fragmentación de los oferentes son, entre otros, elementos críticos para definir el grado de intensidad competitiva.

— FACTORES DE DEMANDA

Tales como la concentración/fragmentación de los compradores, la sensibilidad al ciclo económico y las perspectivas de crecimiento son aspectos que también inciden, fuertemente, en el grado de competencia de la industria y en la volatilidad de los retornos.

— DURACIÓN DEL CICLO PRODUCTIVO

Largos ciclos productivos generalmente se traducen en desfases relevantes entre las decisiones de inversión y de compra, produciendo frecuentes desbalances entre oferta y demanda real. Ello genera situaciones de sobre oferta que ejercen presiones sobre los precios, cuya magnitud y alcance depende de cada industria en particular.

— INTENSIDAD EN EL USO DE CAPITAL

Los incrementos en la capacidad de producción generalmente son discretos e implican grandes necesidades de inversión en activo fijo. Asimismo, los periodos de construcción y posterior maduración de las nuevas inversiones son relativamente prolongados.

— FACTORES OPERACIONALES

Son variados, y su pertinencia depende de cada industria en particular. Entre éstos se encuentran la exposición a riesgos medioambientales, climáticos y sanitarios; y la sensibilidad al costo de la energía, de la mano de obra e insumos específicos.

— INFLUENCIA DEL MARCO REGULATORIO

En muchas industrias la regulación tiene una fuerte incidencia tanto en los retornos potenciales como en la estructura de la oferta, por lo que cambios en la legislación pueden tener un impacto significativo. Este riesgo se ve mitigado en industrias en que el marco legal ha mostrado una histórica estabilidad.

En el caso de empresas que desarrollan su actividad en más de una industria, la evaluación toma en consideración el riesgo asociado a cada una y su importancia relativa, así como los beneficios de la diversificación.

■ 2. POSICIÓN COMPETITIVA

La industria en que cada empresa participa define su entorno competitivo y, en consecuencia, los factores clave para generar ventajas competitivas o, a lo menos, determinar la sustentabilidad de la entidad dentro de su industria.

Por lo tanto, la importancia y el peso específico en la evaluación de variables tales como la estructura de costos, la participación de mercado, el reconocimiento de marcas, la escala de operaciones, entre muchos otros, dependerá de la industria específica en que participe la empresa y se estudiará caso a caso.

Mientras más fuerte sea la posición competitiva de una empresa, mayor será su capacidad para obtener niveles de rentabilidad consistentemente superiores al promedio de su industria.

■ 3. MERCADOS DE OPERACIÓN

En el caso de empresas con operaciones en el extranjero, en la evaluación es relevante incorporar el riesgo soberano del o los países donde la empresa mantiene operaciones.

Adicionalmente, es necesario considerar las condiciones particulares de la industria en cada país donde opere la entidad. Esto incluye, entre otros aspectos, el marco regulatorio atinente y las perspectivas de crecimiento de la demanda por el bien o servicio.

La evaluación incorpora, además, los beneficios potenciales de la diversificación.

Es importante señalar que el mantener operaciones en países con un riesgo relativo diferente al de Paraguay no genera, de forma automática, un impacto en la calificación de la empresa (positivo o negativo según sea el caso).

La evaluación debe sopesar adecuadamente la combinación de los factores de riesgo soberano (grado de desarrollo económico y financiero, estabilidad política e institucionalidad, entre otros); de industria (intensidad competitiva, riesgo regulatorios, perspectivas de crecimiento, entre otros); y la diversificación aportada.

■ 4. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Se evalúan los administradores en relación a su influencia en la gestión y la solvencia de la empresa. Se postula que, en general, mientras más coherente sea la forma de administrar, mayor será la capacidad de pago del emisor. De la misma manera, se analizan el esquema de propiedad y las características de los propietarios, cuyo compromiso con el fortalecimiento de la empresa es esencial para su estabilidad en el largo plazo.

— INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN

Se busca evaluar la influencia que la administración ha tenido en la gestión y solvencia de la empresa. Para esto se considera:

- Características de los principales ejecutivos
- Políticas de organización
- Políticas de planificación e inversión
- Control interno de las áreas críticas
- Centros de decisión
- Comunicaciones internas

— INDICADORES DE PROPIEDAD

Entre otros aspectos que se toman en consideración en el análisis de las características de los propietarios están:

- Dispersión de la propiedad
- Influencia en la toma de decisiones
- Transacciones con personas relacionadas
- Características de los miembros del directorio

— EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Su calificación se realiza en consideración al mayor o menor aporte que, tanto la administración como los propietarios, hacen al fortalecimiento de la empresa.

IV.2. POSICIÓN FINANCIERA

La evaluación de la posición financiera corresponde a la opinión de la fortaleza de la empresa en relación con su capacidad para cumplir, en tiempo y forma, con sus compromisos financieros.

En consecuencia, el análisis se centra en el grado de protección o cobertura que los flujos de la operación entregan a las deudas de la empresa. Para esto, Feller Rate estudia (i) la rentabilidad y capacidad de generación de flujos operativos; (ii) la estructura de capital y coberturas de deuda; y (iii) la liquidez. Asimismo, se consideran aspectos financiero - contables.

Dependiendo de los elementos recién señalados, Feller Rate califica la posición financiera en alguna de las siguientes categorías: **SÓLIDA, SATISFACTORIA, INTERMEDIA, AJUSTADA O DÉBIL.**

■ 1. RENTABILIDAD Y CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS OPERATIVOS

El punto inicial para evaluar la posición financiera de la empresa es el análisis de su capacidad para generar retornos y la estabilidad y predictibilidad de los mismos.

Se analiza, por tanto, el nivel, la variabilidad y la tendencia de la rentabilidad de la empresa en el corto y mediano plazo. Asimismo, se realiza un análisis comparativo con emisores de la misma industria.

Como indicadores de rentabilidad se estudian márgenes, índices de eficiencia de gastos, retornos sobre activos y el capital.

Sin embargo, el servicio de la deuda no se realiza a partir de los resultados, sino que de los flujos generados. Los resultados de la empresa (base devengada) incorporan partidas contables que no representan flujos de efectivo del periodo, tales como la amortización.

Graciela Royg

Por ello, Feller Rate analiza la robustez y estabilidad de la generación de flujos operativos de la empresa, tanto desde una perspectiva histórica como proyectada, para cubrir los requerimientos de capital de trabajo, las necesidades de inversión, el pago de dividendos y el servicio de las deudas financieras.

■ 2. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COBERTURAS DE DEUDA

La evaluación de la estructura de capital constituye una parte importante del análisis de la posición financiera. No sólo se incorpora el nivel de apalancamiento o uso de financiamiento externo por parte del emisor; también es relevante considerar el tipo de obligaciones y su perfil de vencimientos.

Otros aspectos a evaluar son la composición de tasas de interés (fija versus variable), el calce de monedas entre los flujos operativos y las obligaciones de pago, y el uso de instrumentos para mitigar la exposición a los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio.

— CONTINGENCIAS

En el análisis Feller Rate no sólo incorpora las deudas financieras registradas como tales en el balance, sino que cualquier tipo de obligación que genere un compromiso de pago futuro. Ejemplo de lo anterior son: garantías, arrendamientos operativos o pasivos contingentes, como aquellos ligados a la resolución de litigios judiciales pendientes (de origen comercial, laboral, tributario, etc.). Cabe señalar que las contingencias a considerar en la evaluación no están limitadas a las reveladas en los estados financieros, sino que corresponden a cualquier evento del que Feller Rate tenga conocimiento y que, en su opinión, por su naturaleza adquiera el carácter de contingencia.

Tabla 1: Descriptores de Liquidez

CATEGORÍAS	DEFINICIÓN
Robusta	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de <i>stress</i> severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
Satisfactoria	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de <i>stress</i> severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Suficiente	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de <i>stress</i> moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Ajustada	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Insuficiente	La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

— COBERTURAS

Una de las partes más relevantes del análisis es la evaluación del grado de cobertura o protección que la generación de resultados y los flujos operativos entregan a las obligaciones financieras.

Entre los principales indicadores financieros incluidos en el análisis están: ebitda / gastos financieros, deuda / ebitda y flujo de caja operativo (antes y después de requerimientos de capital de trabajo) / deuda.

■ 3. LIQUIDEZ

La evaluación de la liquidez de la empresa considera el análisis de las fuentes y uso de fondos sobre la base de las estimaciones de Feller Rate, para un plazo de 12 meses.

Como fuentes adicionales de liquidez se incorporan las líneas o disponibilidades de crédito no comprometidas. Asimismo, se considera el grado de acceso del emisor a financiamiento externo, tanto en términos de diversificación de fuentes como de oferentes de crédito: acceso a mercados local y externo, sistema bancario y emisión de títulos de oferta pública.

Se evalúa, además, la existencia de otros soportes potenciales de liquidez, ya sea internos o externos, tales como inversiones de fácil liquidación, existencia de cuentas mercantiles, etc.

En relación con la holgura de las fuentes de liquidez para cubrir sus usos, Feller Rate califica la posición de liquidez de la empresa según las categorías presentadas en la tabla 1.

■ 4. ASPECTOS FINANCIERO - CONTABLES

En el análisis de los estados financieros Feller Rate puede realizar ajustes o reclasificaciones de algunas partidas contables, con objeto de lograr una mayor consistencia y comparabilidad

Tabla 2: Principales Usos y Fuentes de Fondos

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ
Flujos de fondos operativos
Líneas o disponibilidades de crédito comprometidas o no comprometidas
Recursos provenientes de ventas de activos con alta probabilidad de materialización en el periodo
Aumentos de capital aprobados con alta certeza de ser suscritos y pagados en el periodo
PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ
Requerimientos de capital de trabajo
Amortización de obligaciones financieras
Pago de intereses
Inversiones comprometidas
Capex de mantención
Dividendos a repartir

de los indicadores financieros, tanto desde una perspectiva temporal como en relación al resto de los emisores no financieros calificados.

Se evalúa la calidad y transparencia de la información revelada en los estados financieros.

Asimismo, el análisis considera qué tan conservadores son los criterios contables aplicados, con particular énfasis en los criterios de reconocimiento de ingresos y de gastos; de determinación del valor justo de los activos; y de valorización de ciertas partidas de balance, tales como cuentas por cobrar, gastos de arriendo y provisiones, entre otras.

Estos antecedentes permiten formarse una opinión, dado que la capacidad de realizar ajustes contables es limitada, de qué tan desalineados pueden estar ciertos indicadores construidos sobre la base de información de los estados financieros de una empresa en relación con sus comparables. Adicionalmente, constituyen un elemento cualitativo incorporado en la evaluación de la administración.

No obstante, es importante señalar que la evaluación de Feller Rate no constituye ni es el resultado de una auditoría. El análisis de riesgo crediticio no tiene por objeto ni posee los alcances ni la profundidad necesaria para este propósito.

IV.3. PERFIL CREDITICIO INDIVIDUAL

La combinación entre el riesgo del negocio y la posición financiera determina el perfil crediticio individual.

En la medida que una empresa tenga un perfil de negocios más robusto, es decir, una generación de flujos de fondos más

estable, mayor será el nivel de riesgo financiero tolerado para una misma calificación de riesgo. El riesgo del negocio será, por lo tanto, determinante para establecer los niveles de riesgo financiero asociados a las categorías de calificación.

En consecuencia, los ratios financieros de referencia pueden variar significativamente dependiendo de la industria en que participa una empresa o, incluso, de su posición competitiva en ella.

La matriz presentada en el diagrama 3 entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.

Las desviaciones en las categorías de riesgo indicadas por la matriz pueden ser positivas o negativas. Generalmente, están asociadas a eventos disruptivos, tales como fusiones, paralización de actividades o cambios regulatorios, o a situaciones de *stress* financiero.

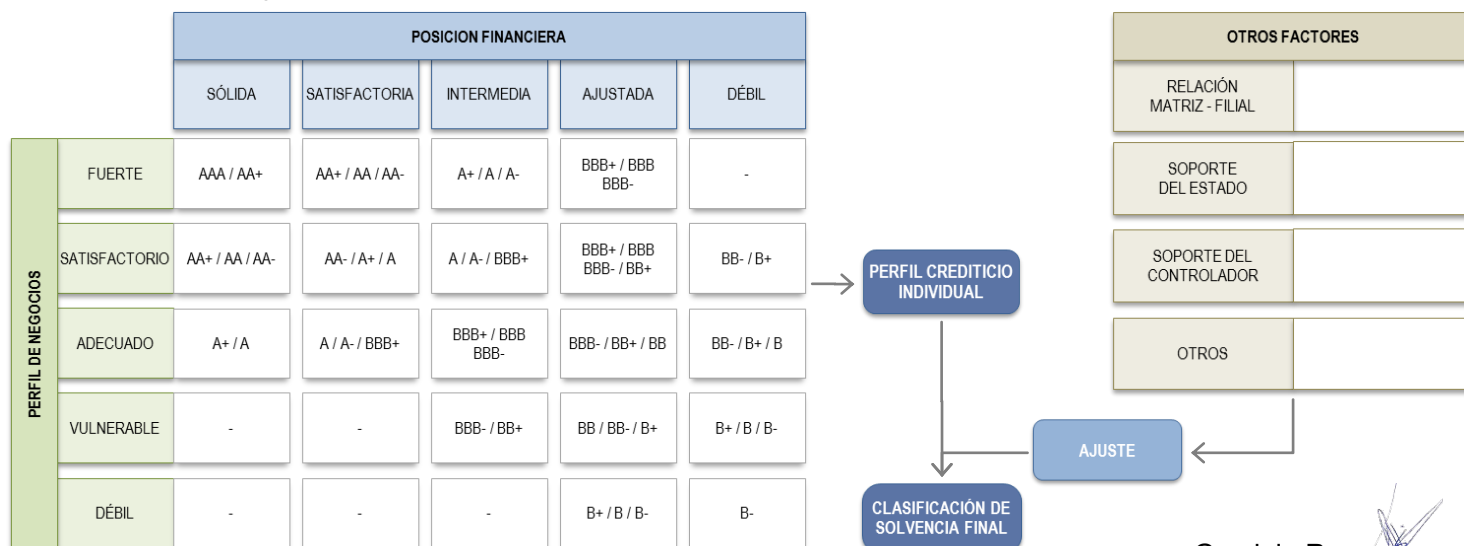
IV.4. OTROS FACTORES A CONSIDERAR

Una vez definidos el perfil crediticio individual o *stand alone*, se incorpora en la calificación el potencial impacto de otros elementos, en caso que éstos se encuentren presentes. Los principales aspectos a evaluar son: el carácter de empresa Estatal y apoyo del Estado, el soporte del controlador y las influencias (positivas o negativas) de las relaciones de grupo.

El impacto en la calificación final puede ser neutro o ir desde uno o más *notchs*.

DIAGRAMA 3: MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



Graciela Royg

— EMPRESAS PÚBLICAS – APOYO DEL ESTADO

La evaluación considera el potencial apoyo del Estado a la entidad para dar cumplimiento en el pago de sus compromisos financieros. En opinión de Feller Rate, éste depende de (i) la importancia estratégica de la empresa para el Estado y (ii) del grado de integración que exista entre la entidad y el aparato estatal. Mientras mayor sea la importancia estratégica y mayor el grado de integración, más probable se considera el soporte entregado por el Estado.

— INFLUENCIAS DE LAS RELACIONES DE GRUPO

En el caso que la empresa calificada forme parte de un grupo económico, Feller Rate evalúa la vinculación entre las entidades que conforman al grupo. Entre los elementos considerados se incluyen los estatutos legales; la estructura societaria; aspectos de propiedad y control; grado de integración financiera entre las empresas del grupo; relevancia económica y estratégica en las relaciones matriz - filial; existencia de respaldos explícitos/implícitos; y evidencia histórica de soporte/presiones financieras, entre otros.

IV.5. PERSPECTIVAS

Las perspectivas indican la dirección potencial de una calificación, bajo el escenario considerado como más probable por Feller Rate (escenario base).

Adicionalmente, Feller Rate explicita los escenarios que pudieran derivar en un alza o una baja de la calificación, pese a que éstos no correspondan al escenario base.

El análisis de escenarios incluye la sensibilización de los estados financieros proyectados de la empresa, incluyendo el juicio de Feller Rate sobre la evolución de parámetros significativos en términos del riesgo crediticio.

Por último, cabe destacar que, pese a que en la evaluación Feller Rate incorpora todos los antecedentes disponibles a la fecha, las perspectivas se asignan sobre la base del desempeño futuro de la entidad, que por naturaleza es incierto.

El nivel de incertidumbre, por cierto, se ha incrementado en forma relevante en el último tiempo, ante las condiciones de alta volatilidad económica y financiera imperantes en los mercados.

Reconociendo lo anterior, las perspectivas se asignan generalmente para un plazo no mayor a 24 meses.

V. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

Una vez que Feller Rate califica la solvencia de la entidad, procede a calificar los instrumentos que ella emite. La solvencia constituye una base importante para comprender el comportamiento de pago de los flujos comprometidos por los títulos. A continuación se presentan los aspectos que Feller Rate evalúa en los diferentes instrumentos.

■ 1. INSTRUMENTOS DE DEUDA: BONOS, PAPELES COMERCIALES

— CONTRATO DE EMISIÓN

Es el análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato de emisión. Para estos efectos se evalúan, por un lado, los resguardos del instrumento y, por otro, las garantías.

➤ a. Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes o a someter sus operaciones a ciertas restricciones; o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate trata de calificar la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Feller Rate no impone la existencia de ningún resguardo como requisito indispensable, a excepción de las cláusulas sobre la obligatoriedad de entregar información y, en los casos que la sociedad emisora sufra una transformación, que las entidades resultantes se hagan solidariamente responsables.

➤ b. Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuenten con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor calificación.

— CALIFICACIÓN FINAL DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

Una vez obtenida la calificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos y las garantías, la determinación de la calificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la calificación de la capacidad de pago. La nomenclatura utilizada por la clasificadora se encuentra descrita al final del presente documento.

Se consideran instrumentos de deuda de corto plazo los emitidos con vencimientos hasta 1 año; de mediano plazo, los con vencimientos entre más de 1 año y hasta 3 años; y de largo plazo, los con vencimientos a más de 3 años.

■ 2. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

En la calificación de un bono u otro tipo de instrumento de deuda de financiamiento de proyectos, el análisis considera que su capacidad de pago depende, fundamentalmente, de los flujos del propio proyecto. Esto es, el proyecto es evaluado como un ente autónomo, autosostenido, sin perjuicio de otros mejoramientos crediticios.

El trabajo se enfoca, principalmente, en determinar, con un grado de confianza razonable, la capacidad de los ingresos futuros para cubrir los gastos actuales y proyectados, sin asignar una calificación a la solvencia de la sociedad emisora, pero sí a los instrumentos de deuda.

— ANÁLISIS DEL PROYECTO

Dada una estructura de financiamiento, lo esencial en la evaluación de riesgo es determinar la fortaleza y estabilidad de los flujos de ingresos y gastos durante la vida de la deuda. Tanto en la etapa preoperativa como en la operativa, el análisis se centra en la predictibilidad de los flujos; esto es, en la capacidad del proyecto para comportarse según lo pronosticado.

Una de las características propias de los proyectos es su alto grado de especificidad, lo que impide hacer generalizaciones o establecer criterios que sean de aplicación universal. Esto no sólo se da entre proyectos de distinta naturaleza, como por ejemplo aeropuertos y centrales hidroeléctricas, sino incluso dentro de un mismo rubro, donde cada proyecto tiene características propias, con regulaciones específicas, riesgos preoperativos distintos y fuentes de ingresos y financiamiento que pueden ser muy disímiles.

En la etapa operativa, el aspecto más relevante es la predictibilidad de los ingresos. Esta depende principalmente de la demanda futura, estructura de tarifas y otros elementos, tales como los ingresos mínimos garantizados, subsidios, subvenciones y otros compromisos del Estado u otros entes oficiales.

En la etapa preoperativa, los elementos clave que inciden sobre el riesgo son los sobrecostos y atrasos en relación con lo

planificado. Para minimizar este riesgo, además de eventuales seguros y garantías, la tendencia internacional es usar cada vez más contratos a suma alzada. Lo esencial es que, durante la etapa preoperativa, todos los riesgos –salvo algunos muy acotados y de baja probabilidad de ocurrencia– sean traspasados a terceros especialistas y no asumidos por el proyecto. Puesto de otra forma, la idea es asegurar que, aún bajo escenarios de sobrecostos o atrasos, existan fondos suficientes para pagar las amortizaciones de deuda.

— SOLVENCIA DE LOS CONTRATISTAS

Para los análisis de la etapa preoperativa, además de la fortaleza de los contratos tipo llave en mano, la protección para los acreedores del proyecto se deriva de la solvencia y experiencia de los contratistas. Sólo si ésta es suficiente, los contratos pueden ser considerados como un mecanismo para reducir los riesgos.

La medición de solvencia se realiza, normalmente, por medio de una calificación de riesgo de Feller Rate, pública o privada, o por una evaluación similar. Asimismo, se evalúa lo comprometido en el contrato en relación con la capacidad del contratista.

— ANÁLISIS DE LOS SPONSORS O CONCESIONARIOS

Si bien los proyectos son analizados como entes autosostenidos, quién sea el *sponsor* o concesionario no es irrelevante. En efecto, la seriedad, capacidad de gestión y experiencia del *sponsor* o concesionario y sus propietarios son elementos básicos para asegurar el pago de las obligaciones. Esto es particularmente cierto cuando determinados flujos de ingresos, incluyendo subsidios e ingresos mínimos garantizados, pueden verse afectados ante el término anticipado de una concesión.

— ANÁLISIS DEL CONTRATO DE EMISIÓN

Corresponde al análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato de emisión. Este documento y sus anexos son los que contienen la estructura para que existan adecuados y completos mecanismos de aislación entre los accionistas de la sociedad emisora y el proyecto.

Para estos efectos, se evalúan, por una parte, los resguardos del instrumento y, por otra, las garantías.

➤ Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, someter sus operaciones a ciertas restricciones, o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Uno de los mecanismos más importantes para la aislación financiera es la estructura de cuentas definidas en la escritura de los instrumentos a emitir para la concesión o proyecto.

Feller Rate debe definir si, en dicho documento, se detallan de manera completa y adecuada todas las cuentas, restringidas, no restringidas y de libre disposición, con sus fuentes y usos de fondos claramente estipulados. Estas cuentas deben ser controladas por un Banco Administrador, impidiendo usos no contemplados en la estructura financiera de la emisión.

➤ Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuenten con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor calificación.

■ 3. TÍTULOS ACCIONARIOS

— ASPECTOS DE ANÁLISIS

Para los títulos accionarios emitidos por empresas no financieras, Feller Rate, luego de evaluar la información y la solvencia del emisor, procede a analizar los siguientes aspectos propios de la acción.

➤ a. Liquidez de la acción

El análisis de la liquidez del título accionario considera la presencia bursátil, la estructura y dispersión de la propiedad, la rotación o montos transados, y la profundidad de los mercados en los que se transa.

➤ b. Otros factores

Se consideran otros elementos que pueden influir en el análisis, como son: la rentabilidad del emisor, el tamaño de capitalización, la política de dividendos y la conformación de gobiernos corporativos.

Cabe destacar que el análisis de la estabilidad en la rentabilidad de activos, de la capacidad de generar resultados y de proyecciones de la generación de flujos de caja son aspectos que forman parte del estudio de la solvencia del emisor, en conjunto con varios otros elementos analizados, tal como está expuesto en la sección IV.

— CALIFICACIÓN FINAL DE TÍTULOS ACCIONARIOS

Para determinar la calificación final de los títulos accionarios se considera la solvencia del emisor, la liquidez del instrumento y otros elementos que se estimen relevantes. El criterio general que se utiliza consiste en evaluar los títulos accionarios de las empresas en una escala de grado creciente de riesgo, principalmente según la solvencia del emisor y aspectos que influyen en la liquidez de los títulos. La nomenclatura que Feller

Rate utiliza en la calificación de estos títulos se encuentra descrita al final de esta metodología.

■ 3. BONOS MUNICIPALES

— ASPECTOS DE ANÁLISIS

En el caso de las municipalidades, Feller Rate elaboró una metodología específica, en la cual los principios generales de evaluación se ajustan para tomar en consideración su dimensión institucional única.

Así, en el análisis se incorpora un conjunto de elementos que son propios de los municipios y, adicionalmente, los indicadores financieros tradicionales son adaptados y otros específicamente contruidos para la evaluación de su solvencia.

➤ a. Aspectos cualitativos

El análisis cualitativo es particularmente importante en la evaluación crediticia de los municipios. Ello, ya que permite capturar elementos que son relevantes para determinar la capacidad de pago en horizontes de mediano plazo; en especial, aquellos que son claves en la administración de los recursos presupuestarios y en la gestión y el control del riesgo financiero. Algunos aspectos a evaluar son: manejo presupuestario, gestión y control financiero, calidad administrativa, transparencia y probidad.

➤ b. Aspectos cuantitativos

Los principales factores considerados son los financieros. Estos, en último término, establecen la fortaleza financiera de la entidad.

Como se mencionó, debido a la dimensión institucional única de los municipios, los indicadores financieros tradicionales han sido adaptados y otros específicamente contruidos para la evaluación de su solvencia. Adicionalmente, en el análisis se incorporan las características económicas y socio demográficas del distrito.

Así algunos elementos a evaluar son: desempeño presupuestario, fortaleza financiera, autonomía financiera, posición de liquidez, capacidad de pago, características económicas y socio demográficas.

— DISPONIBILIDAD Y CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

Desde la perspectiva de la calificación de riesgo, una de las principales limitaciones consideradas es la falta tanto de información financiera auditada y validada por un ente externo, como de información pública actualizada. En opinión de Feller Rate, la información podría presentar inconsistencias o falta de confiabilidad.

VI. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

1. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la calificación de solvencia y bonos:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.

- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

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

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

2. TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

■ 3. ACCIONES

Las definiciones de las categorías para la calificación de los títulos accionarios son las siguientes:

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

VII. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

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

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

FR

I. ASPECTOS BÁSICOS

En el presente documento se describe la metodología de Feller Rate para la calificación de riesgo de instituciones financieras y de los títulos de oferta pública por ellas emitidos.

En el criterio de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad. Esto es, su capacidad y voluntad para responder por sus obligaciones.

Para evaluar la solvencia, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual o *Stand Alone* de cada entidad, que incluye el análisis de: 1) perfil de negocios, 2) capacidad de generación, 3) respaldo patrimonial, 4) perfil de riesgos y 5) fondeo y liquidez.

Una vez analizado el Perfil Crediticio Individual, en casos puntuales, puede incorporarse el impacto de otros factores -principalmente relacionados con la propiedad de la institución-, que puedan afectar su capacidad de pago, para determinar su calificación de solvencia.

Las clasificaciones de los títulos se basan tanto en la calificación de la solvencia, como en las características específicas de los instrumentos. En el caso de títulos de deuda -bonos o papeles comerciales-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías que pueden determinar una mayor o menor capacidad de pago de la respectiva deuda.

La "Tendencia" de la calificación expresan la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. En contraposición, un "Creditwatch" o "Revisión Especial" captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

La metodología incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta. Se trata de determinar si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente su situación financiera y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.

Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Éste incluye, pero no se limita

a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las clasificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la institución.

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida al Banco Central del Paraguay y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

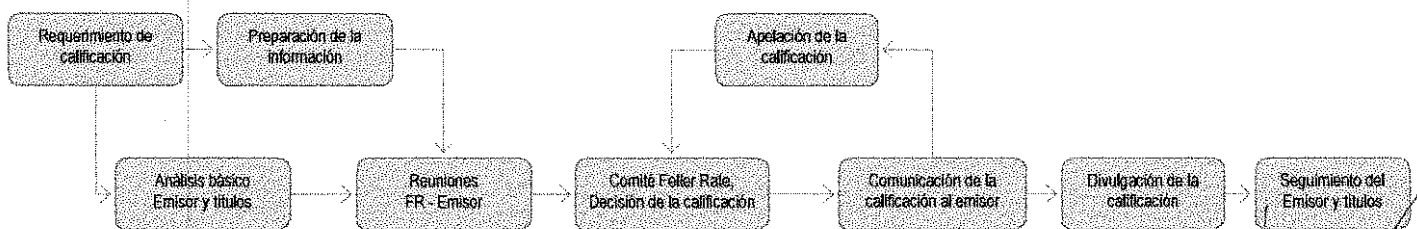
La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación por parte del emisor del título a calificar, este deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar del emisor y el título a calificar, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el emisor para aclarar

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios del emisor, y títulos a calificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el emisor, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación, que determina la calificación del emisor y/o título.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada al emisor. El emisor puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a la Comisión Nacional de Valores, otros reguladores pertinentes y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la institución financiera y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realizará especial revisión en las fechas que corresponda la entrega de información financiera y se solicitará al emisor los Estados Financieros trimestrales de la compañía.

III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros que son los encargados finales de asignar la calificación de una compañía o emisor en función de los antecedentes entregados por el cliente y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a la que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la empresa y el título cuyo riesgo se trata de calificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la clasificadora, es esencial que el emisor proporcione a aquella todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El análisis global que Feller Rate realiza de una institución financiera tiene como objetivo final la determinación de su capacidad de pago. La singularidad de la situación de cada entidad implica que, ante cada caso particular, los factores a analizar tengan pesos relativos de distinta magnitud respecto de su fortaleza financiera. La combinación de éstos definirá la calificación de la solvencia.

En primer lugar, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual (PCI), que contempla en la evaluación de cinco Factores de Calificación:

1. Perfil de negocios.
2. Capacidad de generación.
3. Respaldo patrimonial.
4. Perfil de riesgos.
5. Fondeo y liquidez.

Los Factores de Calificación son evaluados en consideración a los elementos cualitativos y cuantitativos, descritos más adelante, y que permiten asignar una de las siguientes categorías: Muy fuerte; Fuerte; Adecuado; Moderado y Débil. La combinación de ellos determina el Perfil Crediticio Individual de una institución financiera.

Como parte del análisis, se efectúa una revisión de los principales pares o grupos de pares, teniendo en consideración que los ratios financieros de referencia pueden variar dependiendo del sector específico en el que participe la entidad o de su posición competitiva.

La importancia relativa de dichos factores y su respectiva categoría en la evaluación final, depende de las características de la industria en particular en la que se desenvuelve la institución financiera y de sus proyecciones a futuro. Para la asignación de la Solvencia a través del Perfil Crediticio Individual se tienen en consideración los parámetros descritos en la tabla siguiente:

**Tabla 1:
Parámetros para la determinación del PCI**

Solvencia	
AAA/AA+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Fuerte y Muy Fuerte
AA+AAA/AA-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado y Fuerte
AA-/A+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado. En caso de presentar factores evaluados en Moderado, esto debe ser compensado con la existencia de factores evaluados en Fuerte o Muy Fuerte
A+/A	Entidades que presentan mayoritariamente factores evaluados en Moderado y Adecuado, acompañado de algún factor evaluado en Fuerte o Muy Fuerte.
A/A-/BBB+	Entidades que presentan una combinación de factores evaluados en Moderado y Adecuado
BBB+/BBB/BBB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Moderado
BB+/BB/BB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil y Moderado
BB-/B+/B/B-/C	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil

Nota: Estos parámetros son indicativos y no constituyen una regla estricta a aplicar, pudiendo existir situaciones que impliquen desviaciones a los mismos.

Una vez definido el Perfil Crediticio Individual se incorpora, en caso que sea aplicable, el potencial impacto de Otros Factores. Específicamente, se evalúa:

- Soporte del controlador y su calidad crediticia.
- Grado de integración de la entidad con el grupo controlador.
- Importancia estratégica de la entidad y de su negocio para el grupo.
- Para ciertos tipos de sociedades, su dependencia a flujos provenientes de filiales.
- Riesgo soberano, para emisores extranjeros en el mercado local.

IV.1. PERFIL CREDITICIO INDIVIDUAL

1. Perfil de negocios

El primer factor analizado es el perfil de negocios de la institución financiera. El análisis de este factor identifica las fortalezas y los riesgos a los cuáles está expuesta la institución en el desarrollo de sus operaciones. Considera, además, cómo se gestiona la entidad, a través del análisis de sus objetivos estratégicos y la consecución de sus planes comerciales y financieros.

Una institución con un fuerte perfil de negocios mantiene una estrategia coherente y consistente con su apetito de riesgo y es menos vulnerable a variaciones del mercado y del entorno, al tiempo que exhibe una mayor estabilidad y predictibilidad en su capacidad de generación de ingresos.

En este factor se incorpora la evaluación de las condiciones de la industria en que se desenvuelve la entidad. En especial, el marco regulatorio, estándares de supervisión y control, condiciones de oferta y de demanda y elementos operacionales, entre otros.

La evaluación considera tres aspectos centrales que abordan las actividades y grado de competitividad de una institución financiera: diversificación de negocios; estrategia y administración; y posición de mercado. Si bien cada uno de dichos factores es analizado de forma independiente sobre la base de aspectos cualitativos y cuantitativos, el análisis final conlleva a un estudio en conjunto para la evaluación del perfil de negocios.

— A. DIVERSIFICACIÓN DE NEGOCIOS

El análisis de la diversificación de negocios incorpora la historia y el énfasis comercial de la entidad, los segmentos que atiende y los tipos de productos y servicios que ofrece a su mercado objetivo.

Se determina el grado de concentración o diversificación tanto de los activos -con énfasis en aquellos que tienen el carácter de generadores-, como de los ingresos por área de negocios y la contribución de cada uno a los resultados finales, teniendo en consideración el perfil de riesgo de los productos.

Para Feller Rate una alta concentración de ingresos por tipos de productos o segmentos de negocios, deriva potencialmente en una mayor volatilidad de los retornos antes cambios en las condiciones de los mercados financieros -como tasas de interés y tipo de cambio- y/o en una alta sensibilidad a los ciclos económicos o del entorno competitivo. A su vez, implica un alto riesgo ante cambios en el entorno regulatorio que pudieran afectar a una industria, negocio, segmento o nicho particular en el que la entidad tenga alta exposición.

En caso de existir negocios en el extranjero, es relevante incorporar el riesgo soberano del o los países donde la entidad mantiene operaciones. Esto incluye, entre otros aspectos, el marco regulatorio atinente y las perspectivas de crecimiento de la demanda por servicios financieros. La evaluación incorpora, además, los beneficios potenciales de la diversificación.

Es importante señalar que mantener operaciones en países con un riesgo relativo diferente al de su país de origen, no genera en forma automática un impacto en la calificación de la entidad. Un mayor riesgo soberano podría ser mitigado por una industria provista de un marco regulatorio estable y positivas perspectivas de crecimiento.

— B. ESTRATEGIA Y ADMINISTRACIÓN

Feller Rate examina los planes estratégicos de la entidad, así como su consistencia en el tiempo y la consecución de los objetivos comerciales, financieros y operacionales mediante indicadores de crecimiento, cuota de mercado, calidad de activos, eficiencia y rentabilidad, entre otros. Asimismo, observa si el desarrollo de la estrategia ha sido acompañado del fortalecimiento necesario de la estructura organizacional, infraestructura física, tecnológica y humana.

Se analizan también elementos de la administración de la institución como el apetito por riesgo, experiencia y consecución de la estrategia. Se considera positivo si la administración superior ha sido capaz de alcanzar los objetivos propuestos, lo que refleja su conocimiento del negocio y capacidad de gestión.

Adicionalmente, Feller Rate incorpora en su evaluación aspectos específicos de gobierno corporativo, principalmente enfocado a sus potenciales efectos sobre la capacidad de pago. Estos aspectos incluyen:

- Participación de inversionistas institucionales, como administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y otros, en la propiedad del emisor.
- Participación de directores independientes en el directorio de la entidad.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.

— C. POSICIÓN DE MERCADO

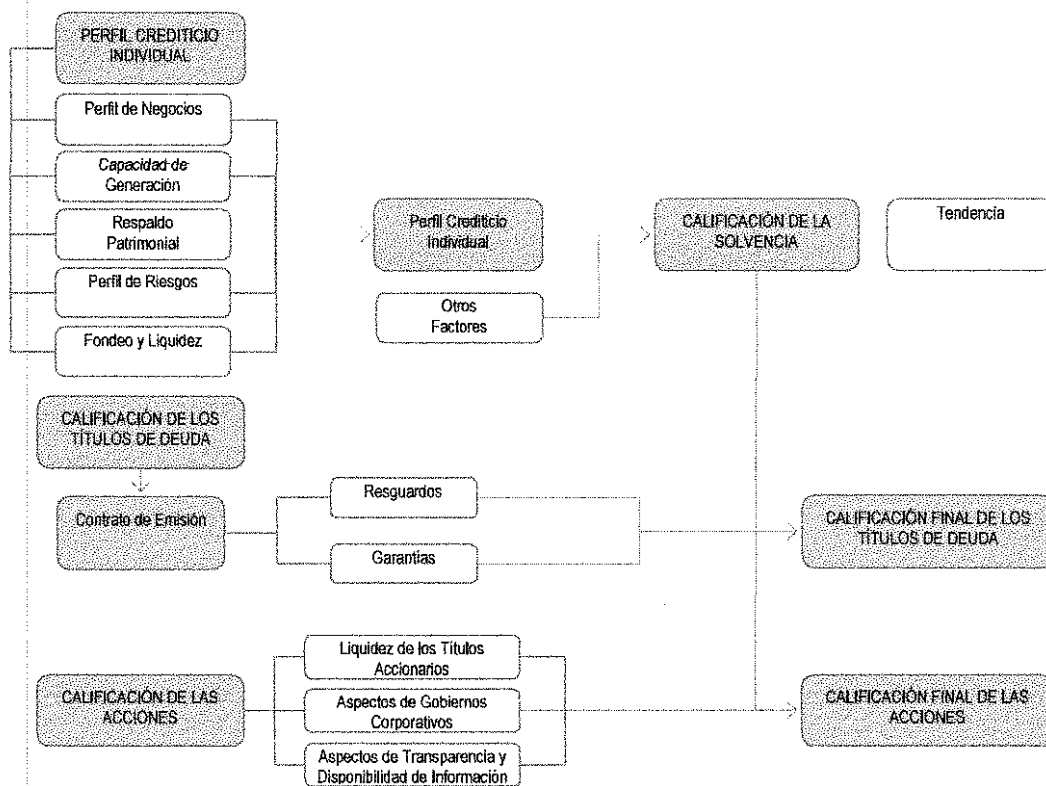
La evaluación se centra en la fortaleza o vulnerabilidad de la posición de la empresa ante variaciones en el mercado como consecuencia de una mayor competencia, cambios del marco regulatorio o de organización de la industria.

El análisis considera su participación de mercado en general y por líneas de productos, así como la evolución y proyección de ésta. Incorpora también la apreciación de sus ventajas competitivas en productos, canales de distribución, calidad de servicio y reconocimiento de marca, entre otros.

Parte importante del análisis consiste en una evaluación de la estabilidad de su actividad, en términos de volumen de negocios, ingresos, número de clientes y participación de mercado. Asimismo, considera la probabilidad de que dicha tendencia se mantenga en el tiempo.

En este ámbito, también se efectúan comparaciones con entidades pares o grupos de ellas, teniendo en consideración el tipo de industria en que se desenvuelva la institución financiera.

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS



2. Capacidad de Generación

La rentabilidad es una síntesis de la situación financiera de la institución. Feller Rate centra su análisis en la forma en que ella se genera, analizando debilidades o peligros en la estabilidad de ingresos y gastos que puedan afectar la capacidad de pago de sus obligaciones.

La evaluación de la capacidad de generación tiene por objeto determinar la exposición de la entidad a riesgos asociados a una disminución de los ingresos operacionales, incremento en gastos en provisiones por pérdidas de cartera y/o en gastos operacionales, así como su estabilidad y su tendencia, depurando los ingresos y gastos que tienen carácter excepcional. De la misma manera, cuando la información disponible permite concluir que existe una buena probabilidad de que en el futuro la institución tendrá ingresos o gastos adicionales a los que las cifras históricas permiten proyectar, estos eventos se consideran dentro del análisis de rentabilidad.

La evaluación incluye la apreciación de los diferentes indicadores, su estabilidad y evolución, así como la comparación con entidad pares o grupos de ellas.

El análisis comprende los siguientes aspectos:

— A. INGRESOS Y MÁRGENES

La evaluación de los ingresos y márgenes considera aspectos como la calidad y la diversificación de los ingresos, la importancia relativa de sus distintas líneas de negocios, identificando ingresos de los diferentes segmentos, así como de diferentes actividades, tipos de productos o servicios y filiales que consolidan.

En el análisis, cobra relevancia la estabilidad de los ingresos en el tiempo y su predictibilidad, así como el nivel de ingresos generados respecto a su tamaño.

Entre los indicadores más importantes que se consideran, se encuentran:

- Resultado operacional financiero, resultados por comisiones netas y otros ingresos netos sobre el resultado operacional bruto.
- Resultado operacional financiero, bruto y neto sobre colocaciones y activos totales.

— B. GASTO EN PREVISIONES

El análisis considera el nivel de gasto en provisiones por pérdidas de cartera -netas de recuperaciones y castigos-, su estabilidad y tendencia, y la existencia de situaciones o eventos puntuales que generen volatilidad.

Los indicadores más utilizados son las que relacionan:

- Gasto en provisiones netas y adicionales con el resultado operacional bruto.

- Gasto en provisiones netas y adicionales con las colocaciones, activos productivos y activos totales.

Feller Rate analiza el nivel de gastos incurrido, así como la calidad de la cartera, el nivel de stock de provisiones respecto al monto de cartera con problemas y la evolución de los indicadores de morosidad y cartera vencida, en cuanto ello puede influir en los niveles de gasto en provisiones futuros.

— C. GASTOS OPERACIONALES

La evaluación de los gastos operacionales incluye el nivel de gastos de apoyo, su tendencia y la existencia de situaciones particulares que generan volatilidad.

El análisis incorpora, también, la existencia de eventos operacionales puntuales, consideraciones respecto a efectos por amortizaciones y/o *goodwill* y la naturaleza fija o variable de la estructura de gastos de la entidad. Incluye, además, los requerimientos de inversiones en tecnología, o de otro tipo, necesarios para la consecución de los objetivos y perspectivas de crecimiento de la entidad y/o el cumplimiento de requerimientos regulatorios.

Feller Rate evalúa los gastos de apoyo, de personal y de administración y su relación con los ingresos operacionales y los niveles de actividad de la entidad. Los indicadores más utilizados incluyen:

- Gastos de apoyo sobre total de activos, activos productivos y colocaciones.
- Gastos de apoyo sobre resultado operacional bruto y neto de provisiones.

Adicionalmente, dependiendo de las características de la entidad, se toman en consideración indicadores que relacionan los gastos de apoyo con variables como número de empleados, número de sucursales y número de clientes (deudores y depositantes), entre otros.

Estos indicadores son juzgados en su conjunto, considerando tanto su valor actual, como su tendencia y evolución a través del tiempo, y en relación a los parámetros de la industria. En el análisis se incorpora la orientación comercial de la institución y sus niveles de rentabilidad.

— D. RESULTADOS

Corresponde al análisis de resultados y rentabilidad propiamente tal, su estabilidad y tendencia. Para esto, se analizan las variables mencionadas con anterioridad y se incorporan aspectos no operacionales que pueden influir de manera permanente u ocasional en las utilidades de la entidad.

Los indicadores más utilizados incluyen resultado operacional, resultado antes de impuesto y utilidad neta sobre activos totales y sobre patrimonio.

3. Respaldo patrimonial

El capital representa el soporte que permite enfrentar pérdidas extraordinarias, sin afectar la capacidad de hacer frente al pasivo exigible y otras obligaciones. El soporte patrimonial debe ser tal que compense adecuadamente los distintos riesgos en que incurre la entidad en su actividad.

Entre los elementos que se toman en consideración están: la composición del capital; las diversas mediciones o indicadores de solvencia patrimonial; los requerimientos de capital normativos; la política de reparto de dividendos; la política de endeudamiento; el tamaño del capital, su capacidad de hacer frente a pérdidas extraordinarias y la capacidad de la entidad de acceder a fuentes adicionales de capital.

La evaluación no es sólo en función del valor coyuntural del capital y los indicadores mencionados, sino también de su evolución histórica, tomando en consideración la política que haya establecido la entidad y su predisposición al riesgo.

Los indicadores más importantes incluyen:

- Capital y patrimonio sobre activos y activos ponderados por riesgo.
- Pasivos sobre capital y patrimonio.

En relación a la capacidad que tiene la entidad de satisfacer demandas no esperadas de capital adicional, Feller Rate analiza:

- La probabilidad de apoyo de sus accionistas actuales.
- La capacidad de levantar capital de fuentes públicas o privadas.

El análisis de respaldo patrimonial se complementa con el análisis de la capacidad de generación de la entidad, en cuanto la retención de utilidades es la fuente primaria para incrementar o mantener su capital. Lo anterior, poniendo énfasis en el historial de la entidad respecto a su política de retención de utilidades y aumentos de capital con cargo a resultados pasados.

4. Perfil de riesgos

Este factor incorpora el análisis de los aspectos de riesgo específicos relacionados a la actividad de la institución, con énfasis en los riesgos de sus activos y cómo ellos son administrados. La evaluación se realiza a través de cuatro aspectos principales: estructura y marco de gestión de riesgo; concentración del riesgo; crecimiento y calidad de los activos; e historial de pérdidas.

Se analizan aspectos cualitativos de gestión de riesgo, así como indicadores asociados a exposiciones, pérdidas esperadas e incurridas y comportamiento de pago, considerando el desempeño histórico de la entidad, así como su situación con respecto a la industria y pares, teniendo en cuenta los ciclos económicos del período considerado.

A. ESTRUCTURA Y MARCO DE GESTIÓN DE RIESGO

Por la naturaleza de la actividad crediticia y de intermediación, la estructura establecida para la gestión, medición, monitoreo y control del riesgo, así como las políticas de administración crediticia y de inversión asumen un rol crucial en el proceso de calificación de riesgo, toda vez que determinan los riesgos asumidos a través de la cartera de créditos y posiciones financieras.

El análisis se basa en la evaluación de aspectos esencialmente cualitativos, que incluyen:

- La existencia de una estructura acorde a la complejidad de la actividad y riesgos asumidos.
- La definición y segregación de funciones, una adecuada dotación de profesionales en las distintas áreas y una estructura de incentivos alineada con los objetivos.
- Políticas y procedimientos de riesgo formalizadas, acordes con las prácticas de la industria, debidamente actualizadas y difundidas.
- Sistemas de atribuciones y responsabilidades estructuradas y coherentes, con la suficiente participación de órganos superiores.
- Grado de automatización en los procesos acorde con el tipo de operaciones, incluyendo sistemas de medición, monitoreo y control del riesgo.
- Estructura de control independiente para verificar el cumplimiento de políticas, acorde con la naturaleza de la entidad.

B. CONCENTRACIÓN DEL RIESGO Y EXPOSICIONES RELEVANTES

Se evalúa la existencia de concentraciones y exposiciones relevantes a los distintos riesgos. También considera si son mayores a los observados para el promedio de su industria y entidades comparables, incluyendo:

- Características de los principales productos y segmentos objetivo.
- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos de clientes específicos.
- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos que presenten una sensibilidad similar a variables externas.
- Concentración de riesgo de crédito en un número determinado de clientes, deudores, o grupos de clientes y deudores que involucren riesgos conjuntos significativos.
- Concentración del riesgo de crédito en uno o más sectores industriales, actividades o zonas geográficas, incluyendo riesgos soberanos distintos al país en que está basada la entidad.

- > Exposiciones de riesgo por la cartera de instrumentos financieros y concentraciones en contrapartes de títulos derivados.
- > Exposición a riesgo operacional.

— C. CRECIMIENTO Y CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Se evalúan las características generales y perfil de riesgo de las colocaciones e inversiones, así como características de los activos o grupos de activos más relevantes, incluyendo:

- > Ritmo de expansión de los créditos y principales activos, así como incursión en nuevos productos.
- > Provisiones asociadas al segmento o segmentos principales.
- > Morosidad y comportamiento de pago agregado de la cartera y de los segmentos principales.
- > Cobertura de provisiones sobre cartera con problemas y eventuales pérdidas.
- > Existencia de garantías sobre la cartera global y la cartera con problemas.
- > Riesgo crediticio asociado a la cartera de inversiones.
- > Posiciones de riesgo de mercado.

— D. HISTORIAL DE PÉRDIDAS

A pesar de que reflejan decisiones pasadas y no necesariamente las consecuencias de las actuales políticas de riesgo, las pérdidas pasadas dan una señal importante de la tradición que tiene la entidad en la administración de sus riesgos.

Se consideran las pérdidas históricas y contingencias identificables ocasionadas por:

- > Deterioro de la cartera de crédito.
- > Deterioro y/o volatilidad en el valor de las inversiones.
- > Pérdidas asociadas a riesgo operacional.

5. Fondeo y liquidez

El principio operacional básico de una institución financiera es asegurar que en todo momento cuente con suficientes fondos para hacer frente a sus obligaciones. Por ello, el análisis de este aspecto considera no sólo la mantención de recursos que permitan el desarrollo normal de las operaciones, sino también la capacidad que tiene la entidad de acceder a distintas fuentes de fondos ante períodos de crisis.

Feller Rate evalúa la existencia de políticas claras de liquidez que aborden períodos de actividad normal, la holgura de sus posiciones con relación a los requerimientos normativos y la definición de planes de contingencia sólidos para hacer frente a escenarios adversos.

Además, se analizan la composición y liquidez de los activos; los flujos de caja de corto plazo; así como el acceso al financiamiento del Banco Central. Complementariamente, se revisan las características del fondeo en términos de tipos de depositantes y acreedores (mayoristas versus minoristas) y sus concentraciones; la emisión de títulos de oferta pública y el perfil de vencimiento de las obligaciones.

Se incorporan también distintos ratios según las características de las instituciones financieras, entre los que se encuentran aquellos que relacionan:

- > Depósitos de clientes con base de fondeo.
- > Préstamos de clientes con depósitos de clientes.
- > Activos líquidos con depósitos de clientes.
- > Activos corrientes con pasivos corrientes.
- > Diferencia entre flujos de efectivos por pagar y flujos de efectivos por recibir por bandas temporales.

IV.2. OTROS FACTORES

Adicionalmente, y en casos puntuales, a los factores del Perfil Crediticio Individual se incorporan Otros Factores en el análisis de riesgo de la entidad. Estos pueden influenciar la calificación de la solvencia, determinando una diferencia respecto a la sugerida en la Tabla 1, "Parámetros para la determinación del PCI".

Luego de establecido el Perfil Crediticio Individual de la institución financiera, se evalúan aspectos de su propiedad (en caso en que éstos se encuentren presentes) relacionados con: soporte del controlador, grado de integración de la filial al grupo e importancia estratégica de la entidad y su negocio para el grupo propietario.

Asimismo, para cierto tipo de sociedades se tendrá en consideración su dependencia a los flujos de sus filiales, mientras que para el caso de entidades extranjeras que emitan valores en el mercado local, además de la calidad crediticia de la entidad se incorporará el riesgo soberano de su país de origen.

El impacto en la calificación final puede ser neutro o ir desde uno a más *notches*.

— A. SOLVENCIA DEL GRUPO PROPIETARIO O GRUPOS PROPIETARIOS

Si ella es fuerte, es menor la posibilidad que la entidad sea utilizada para financiar actividades de mayor riesgo financiero. Asimismo, una mayor solidez de sus propietarios significa una mejor posibilidad de obtener capital adicional, en caso que eventuales deterioros patrimoniales de la institución hagan necesario obtener aportes frescos de recursos.

— B. GRADO DE INTEGRACIÓN DE LA FILIAL AL GRUPO

Factores a evaluar son: compartir políticas de administración de riesgos; acceder a su base de clientes, distribuir sus productos a través de los mismos canales, compartir nombre de empresa y/o marcas; y utilizar estructuras operativas y de control comunes.

— C. IMPORTANCIA ESTRATÉGICA DE LA ENTIDAD Y SU NEGOCIO PARA EL GRUPO PROPIETARIO

Se examina la relevancia en términos financieros y estratégicos. Aun cuando la filial represente una porción pequeña de los ingresos o activos de su matriz, su existencia puede ser clave como parte de la estrategia global de desarrollo del grupo propietario. Esta importancia es considerada como una fortaleza, toda vez que señala el grado de apoyo y recursos que la filial recibe.

Complementario a lo anterior, y en el caso de entidades cuyas matrices tengan un perfil crediticio comparativamente más débil, Feller Rate analiza el marco regulatorio al que está sometida la filial. Este, puede restringir la influencia del controlador al exigir estándares en términos de capital y liquidez, entre otros, que pueden favorecer la solvencia de la institución financiera con relación a la de su controlador.

En tanto, en el caso específico de la banca extranjera, Feller Rate reconoce la importancia de incorporar la fortaleza financiera de la matriz al clasificar sus subsidiarias locales. Para ello, se analizan los principales aspectos de negocios y financieros de la matriz, incorporando además las opiniones de terceros, entre las que se incluyen las clasificaciones asignadas por agencias internacionales de reconocido prestigio.

— D. FLUJOS PROVENIENTES DE FILIALES

En la evaluación de holdings financieros, cuando los resultados y -especialmente- los flujos de una entidad provengan en una proporción importante de una o más de sus filiales, la calificación de la matriz se considerará subordinada a la calidad crediticia de las mismas. El grado de subordinación dependerá de la estructura de capital y flexibilidad financiera del holding.

Para mayor detalle de la metodología de calificación de holdings financieros ver Sección V de esta metodología.

— E. RIESGO SOBERANO

Para el caso de entidades extranjeras que realicen emisiones de valores en el mercado local, se incorporará en el análisis de solvencia el riesgo soberano de su país de origen y otros países donde opere. Específicamente, se analizará grado de desarrollo económico y financiero, estabilidad política e institucionalidad, entre otros aspectos. Además, incorporará las opiniones de terceros, entre las que se incluyen las clasificaciones asignadas por agencias internacionales de reconocido prestigio.

IV.3. TENDENCIA

Feller Rate asigna "Tendencia" a la calificación, como opinión sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. Lo anterior, en base a la observación de un fortalecimiento o deterioro de los distintos Factores de Calificación. Con todo, la "Tendencia" no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa. Para mayor información ver Sección VIII de esta metodología.

V. HOLDINGS FINANCIEROS

Esta sección presenta la metodología específica para la determinación del Perfil Crediticio Individual para holdings financieros. Entendemos por holding financiero a una sociedad de inversión cuyos activos principales son sus inversiones en los sectores financiero y/o asegurador.

El análisis se centra en la capacidad de pago de las obligaciones por parte del holding, entendiendo que ésta se determina en una medida importante por la capacidad de generación de flujos de sus inversiones. Especialmente, se busca determinar con un grado de confianza razonable, la capacidad de que los ingresos y flujos propios, así como aquellos provistos por las filiales a la matriz, sean de un nivel y estabilidad tales que permitan cubrir las obligaciones de la sociedad.

El análisis para la determinación de la solvencia de un holding financiero incorpora la evaluación de la solvencia de su principal o principales inversiones o grupos de activos, así como aspectos individuales de la entidad, sobre la base de tres Factores de Calificación:

- Perfil de negocios.
- Capacidad de Generación.
- Estructura de Capital y Flexibilidad Financiera.

1. Perfil de negocios

El primer factor analizado corresponde al perfil de negocios del holding. En este ámbito, la evaluación considera tres aspectos centrales: diversificación de negocios, estrategia y administración y posición de mercado.

El análisis de cada uno de estos factores se realiza de la manera descrita en la sección de Perfil Crediticio Individual de esta metodología¹, pero examinando cada aspecto tanto para el holding a nivel consolidado como para su(s) principal(es) filial(es).

¹ Sección IV.1.1.

2. Capacidad de Generación

La rentabilidad es una síntesis de la situación financiera de la institución. Por ello, Feller Rate centra su análisis en la forma en que ésta se genera. Lo fundamental es detectar debilidades o peligros en la estabilidad de ingresos y gastos que puedan afectar la capacidad de pago.

El análisis de la capacidad de generación de un holding financiero incorpora la evaluación de la capacidad de generación, descrita en la sección de Perfil Crediticio Individual de esta metodología², considerando las actividades propias de la sociedad, así como los negocios de cada una de sus filiales.

3. Estructura de Capital y Flexibilidad Financiera

Incorpora el análisis del nivel patrimonial y del endeudamiento individual de la sociedad, y la relación que existe entre los resultados y flujos generados y sus obligaciones financieras.

Además, incluye la situación de liquidez y flexibilidad financiera del holding y/o su(s) filial(es) para acceder a fuentes de fondo temporales ante escenarios de menores utilidades y dividendos.

El análisis del nivel de endeudamiento no es sólo en función del valor coyuntural de la estructura de capital, sino también de su evolución histórica, tomando en consideración la política que haya establecido la entidad, su predisposición al riesgo y su capacidad de acceder a capital adicional. Considera, además, los potenciales requerimientos de capital adicional de su(s) filial(es).

La evaluación de los resultados y flujos generados incorpora la evolución de los dividendos percibidos por el holding desde sus filiales, su volatilidad y predictibilidad, así como los flujos percibidos directamente en caso que la sociedad realice actividades propias.

El análisis también toma en consideración la existencia de utilidades acumuladas en las filiales de la sociedad, que permitan la distribución de flujos en periodos de menores resultados.

Entre los indicadores más importantes se incluyen aquellos que relacionan:

- Pasivos y deuda financiera con capital y patrimonio.
- Dividendos percibidos y activos líquidos con gastos financieros y servicio de deuda.

Los Factores de Calificación serán evaluados en consideración a los elementos cualitativos y cuantitativos descritos, que permitirán asignar una de las siguientes categorías: Muy fuerte; Fuerte; Adecuado; Moderado y Débil. Con la combinación de ellas se determinará el Perfil Crediticio Individual de un holding financiero. Los parámetros considerados para la determinación del Perfil Crediticio Individual son los expuestos en la Tabla 1 de la sección IV.1.

² Sección IV.1.2.

VI. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

Para establecer la clasificación final del instrumento, el factor fundamental es la solvencia asignada a la institución financiera. La solvencia constituye una base importante para comprender el comportamiento de pago de los flujos futuros comprometidos por sus títulos.

1. Instrumentos de deuda

En el caso de los instrumentos de plazo mayor a un año, lo normal es que su calificación coincida con la de la entidad.

La calificación asignada a un instrumento puede ser modificada si presenta protecciones especiales que determinan un nivel de riesgo menor que el de la solvencia del emisor.

Por protecciones especiales se entiende el conjunto de atributos particulares de un instrumento que incrementan la probabilidad de que sea pagado, en los mismos términos contemplados en su emisión, por encima de la capacidad de pago general del deudor. Existen múltiples características especiales que pueden afectar a un instrumento, destacándose las garantías y los resguardos, normalmente asociados a emisiones de bonos.

Entre estas se pueden señalar las siguientes:

- Garantías o seguros estatales o de terceros.
- Tratamientos preferenciales en caso de declaración de convenio o liquidación.
- Caucciones especiales, como fianzas, prendas e hipotecas.
- Condiciones contractuales especiales que obligan al emisor a determinadas políticas de administración y a mantener ciertos indicadores financieros dentro de determinados rangos. O bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.
- Bonos subordinados, el criterio normal es asignar una clasificación inferior en una subcategoría a la del emisor en atención a su condición de deuda de menor prioridad.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Las protecciones especiales que otorgue un determinado instrumento pueden mejorar su calificación con relación a la del emisor, en la medida en que se juzgue que efectivamente se produce un incremento en la probabilidad de ser pagado en las condiciones pactadas. Sin embargo, el criterio general de Feller Rate es que la capacidad de pago del emisor es lo relevante y que sólo en casos excepcionales es pertinente considerar fuentes complementarias.

— CALIFICACIÓN FINAL INSTRUMENTOS DE DEUDA

Una vez obtenida la calificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos, las garantías u otras fuentes complementarias, la determinación de la calificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la calificación de la capacidad de pago.

VII. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Las categorías de riesgo que utiliza Feller Rate muestran en forma sintética su opinión sobre el riesgo relativo de un título de oferta pública o, según el caso, de la solvencia de una institución.

Las calificaciones correspondientes son las siguientes:

1. Calificación de solvencia y títulos de deuda

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la calificación de solvencia y bonos:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellas entidades que cumplen con políticas de administración del riesgo y cuentan con una alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo y una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el

ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en debilidades financieras transitorias.

- Categoría B: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con el mínimo de capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en dificultades para atender necesidades de liquidez inmediatas.
- Categoría C: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con capacidad suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo elevado riesgo de incumplimientos, o requerimientos de medidas de regularización del supervisor.
- Categoría D: Corresponde a aquellas entidades que presentan un acentuado deterioro económico y financiero, registran indicadores de solvencia por debajo de los límites legalmente exigidos e incurrir en incumplimientos que pueden conducir a un régimen de resolución del supervisor.

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

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

2. Acciones

Las definiciones de las categorías para la calificación de los títulos accionarios son las siguientes:


- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

VIII. 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, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

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

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar. 

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.

GRACIELA
INES ROYG
BRUGADA

Firmado digitalmente
por GRACIELA INES
ROYG BRUGADA
Fecha: 2019.05.10
10:29:33 -04'00'

■ 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

CALIFICACIÓN DE RIESGO: UN PROCESO ABIERTO Y TRANSPARENTE

Feller Rate ha mantenido tradicionalmente una política de total apertura referente a proceso, metodología y criterios de calificación, de modo de entregar al inversionista un panorama claro de los riesgos involucrados en la colocación de sus fondos.

La evaluación implica el estudio del riesgo de la industria donde se inserta la empresa, su posición competitiva y su situación financiera. También se examinan con detención la estructura administrativa y de propiedad, y se revisan las perspectivas y proyecciones de la empresa.

Calificaciones

Las calificaciones de riesgo de Feller Rate pueden referirse tanto la solvencia de las empresas, como los instrumentos emitidos por ellas. Estos instrumentos pueden ser de deuda, capital o mixtos. Adicionalmente, Feller Rate evalúa la calidad de la administración de entidades administradoras de fondos mutuos, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos de pensiones, administradoras de mutuos hipotecarios, sociedades de leasing habitacional y, en general, administradores de activos.

Instrumentos

Feller Rate califica una amplia variedad de instrumentos. Entre ellos destacan los bonos corporativos y bancarios; efectos de comercio o papel comercial; acciones; cuotas de fondos de inversión, de fondos mutuos y fondos de pensiones; y obligaciones con los asegurados; depósitos a plazo y letras hipotecarias; bonos de securitización; y bonos de financiamientos de proyectos. La evaluación incorpora a la calificación de la solvencia aspectos tales como resguardos, garantías y condiciones particulares.

Solvencia

La calificación de solvencia es una opinión sobre la capacidad de una compañía para responder por el conjunto de sus obligaciones. La calificación refleja el comportamiento esperado de la entidad en el pago de la generalidad de sus obligaciones en los términos y plazos pactados. La evaluación incluye un análisis de la información cuantitativa y cualitativa de la compañía, tanto de carácter público como reservada y provista voluntariamente por ella. El procedimiento incluye reuniones con la administración superior de la empresa y, según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas y de control.

Tendencia

La Tendencia de la Calificación se asigna a las calificaciones de mediano y largo plazo. Refleja las posibilidades de cambio producto de tendencias y otros riesgos que no implican variaciones inmediatas de calificación. La tendencia no significa necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa y pueden ser:

Fuerte (+): la calificación puede subir.

Estable: la calificación probablemente no cambie.

Sensible (-): la calificación puede bajar.

Creditwatch

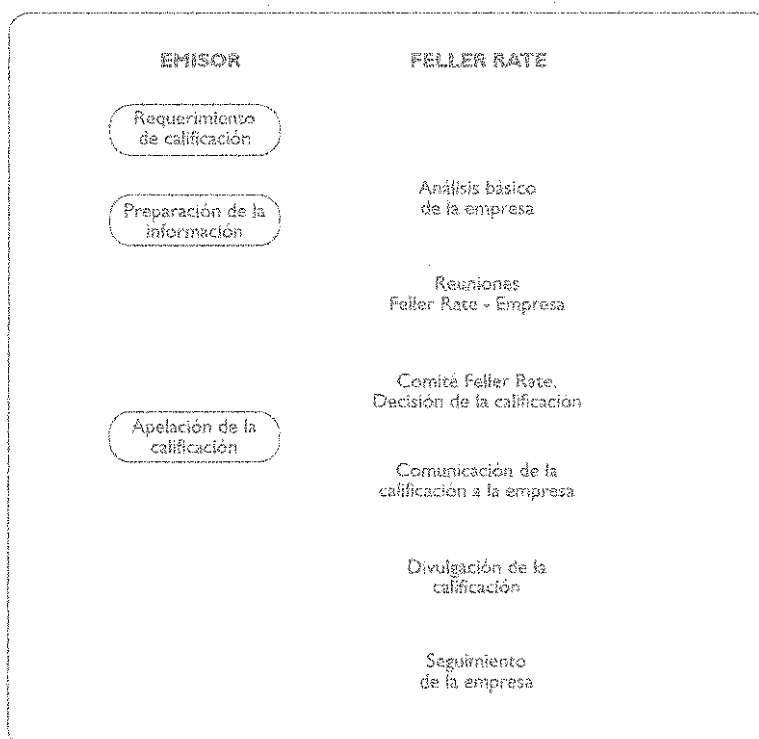
Un «Creditwatch» o «Revisión Especial» señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una calificación se encuentre en «Creditwatch» no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en «Creditwatch» pueden tener una calificación «fuerte (+)» o «sensible (-)». La designación «fuerte (+)» significa que la calificación puede subir, y «sensible(-)», que puede bajar.

Notación

Las calificaciones de Feller Rate son entregadas mediante un sistema de notación sintética, estructurado sobre la base de una letra o conjunto de símbolos. Para facilitar la interpretación de los datos por parte de los usuarios, estas nomenclaturas jerarquizan los riesgos de menor a mayor.

El esquema de notación de Feller Rate es idéntico al estándar internacional. Este asigna a los instrumentos de deuda de largo plazo calificaciones que van de AAA a BBB-, para aquellos títulos de menor riesgo o «grado inversión», y de BB+ a D, para los instrumentos que posean mayor probabilidad de incumplimiento o «grado especulativo». Un esquema jerárquico similar se utiliza en la calificación de deuda de corto plazo y en títulos accionarios.



Proceso de Calificación

Análisis básico de la empresa

Al recibir un requerimiento formal de calificación por parte de una compañía, Feller Rate reúne un equipo de trabajo, con un analista responsable frente a la entidad. Este realiza un análisis básico de la empresa y su industria, sobre la base de información tanto cuantitativa como cualitativa. Entre la información utilizada en esta etapa están los estados financieros de la compañía, documentos que ésta haya entregado voluntariamente y cualquier otra que se considere relevante.

Reunión con la administración de la empresa

Una vez que Feller Rate realiza el análisis básico de la empresa, se reúne con su administración para discutir en detalle aquellos aspectos relevantes que surgieron de la información inicial. Preferentemente, las reuniones son en las oficinas del emisor, de manera de conocer a varios ejecutivos. Estas reuniones ayudan al equipo de analistas a formarse una opinión cualitativa de la empresa, fundamental al momento de la calificación.

Comités de Calificación

Son la instancia operativa máxima de Feller Rate. En ella se reúnen el equipo de analistas responsables, con otros profesionales y socios de la clasificadora, para discutir los factores relevantes que definen la calificación de la empresa en evaluación. Los comités no están siempre formados por las mismas personas, los integrantes varían de acuerdo al proceso de calificación que se esté llevando a cabo. Un Comité decide la calificación de solvencia de la entidad, la calificación de sus instrumentos y la tendencia de calificación.

Comunicación de la calificación

Cuando la calificación es determinada, el analista responsable comunica a la empresa la decisión del Comité.

Apelación

Si la empresa no está de acuerdo con la calificación asignada, Feller Rate normalmente otorga una instancia de apelación. Durante este periodo, la empresa puede solicitar una nueva reunión y entregar información adicional para incorporar en la evaluación. No obstante, ante eventualidades que así lo exijan, esta instancia no siempre podrá ser llevada a cabo, así como tampoco asegura que Feller Rate cambie su decisión de calificación.

Divulgación de la calificación

Una vez que la calificación ha sido asignada Feller Rate la hace pública a través de comunicados de prensa. La nueva calificación es incluida en todas las publicaciones de Feller Rate, así como en el sitio web de la Clasificadora.

Seguimiento

Feller Rate mantiene un seguimiento continuo e ininterrumpido de la empresa para asegurar la vigencia de la calificación. Para estos efectos, se reúne periódicamente con la administración para actualizar los fundamentos de la calificación y discutir cómo los futuros planes de la compañía pueden influir en su capacidad de pago. Adicionalmente, los analistas responsables de cada entidad se mantienen informados acerca de los acontecimientos más importantes que afectan a las empresas e industrias correspondientes. Para ello, utilizan los medios de información pública como periódicos, revistas de actualidad económica e Internet, además de los estados financieros que periódicamente las empresas deben entregar.

Feller Rate espera que el emisor le informe regularmente de su situación financiera y de cualquier acontecimiento que afecte las bases de la calificación. Asimismo, puede pedir al emisor una reunión para analizar el efecto que ellos pueden tener sobre la calificación.

Feller Rate

Clasificadora
de Riesgo

Paraguay

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

COMPAÑÍAS DE SEGUROS

Feller Rate
Clasificadora de Riesgo Ltda.

I. ASPECTOS BÁSICOS

En el presente documento se describe la metodología que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emplea en la calificación de riesgo de entidades aseguradoras. La presentación comprende la metodología de evaluación global de la capacidad de cumplimiento de los compromisos de seguros asumidos por las entidades aseguradoras.

En el criterio de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad, es decir, la capacidad para responder por sus obligaciones de seguros. La evaluación se realiza sobre la base de un análisis de información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Entre otros aspectos, incluye una evaluación del resguardo patrimonial desde el punto de vista de su situación financiera y de la sustentabilidad de mediano y largo plazo. Considera también la política de evaluación de los riesgos técnicos y financieros, su liquidez, su capacidad de retención de riesgos y las políticas de transferencia de los mismos. Con ese fin, se llevan a cabo reuniones con la administración superior y, según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas o de control.

Para evaluar la solvencia, Feller Rate estudia el riesgo de la industria donde se inserta la empresa, su posición competitiva y su situación financiera. Igualmente, examina la estructura administrativa y de propiedad, como también la administración de riesgos.

La "Tendencia de la Calificación" expresa la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. En tanto, un "Creditwatch" o Revisión Especial captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

La metodología también incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que presenta la empresa. Se trata de determinar si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso de que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la calificación E.

Debe enfatizarse que las calificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Este incluye, pero no se limita a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las calificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la entidad.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación por parte de la aseguradora a calificar, su administración deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por la compañía.

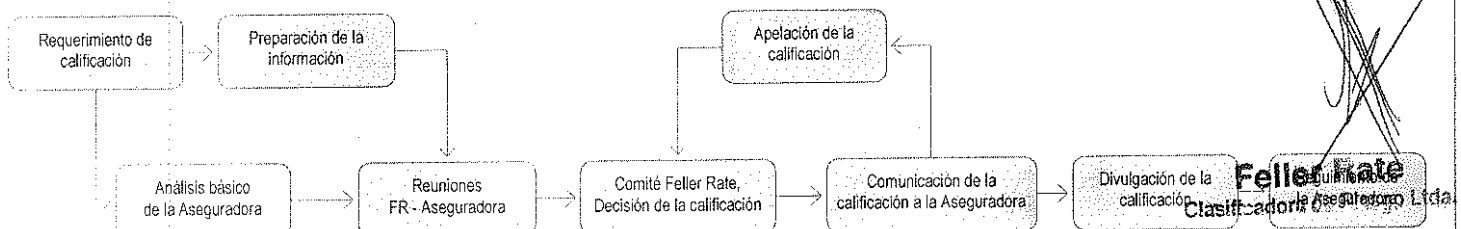
El analista responsable realiza un análisis básico preliminar de la aseguradora, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con la administración de la compañía para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios de la aseguradora a calificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con la administración, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación de Feller Rate, que determina la calificación de la compañía.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada a la aseguradora, la que puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación definitiva, Feller Rate prepara un

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a las entidades reguladoras y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa de la compañía.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución crediticia de la aseguradora y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realiza especial revisión en las fechas de entrega de información financiera.

III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La Calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros, que son los encargados finales de asignar la calificación de una compañía en función de los antecedentes entregados por el cliente y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la aseguradora cuyo riesgo se trata de calificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la Clasificadora, es esencial que la aseguradora proporcione a aquélla todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El análisis global que Feller Rate realiza de una aseguradora tiene como objetivo final la determinación de su capacidad de pago. El proceso considera el análisis de aspectos cuantitativos y cualitativos que, en conjunto, llevan a establecer una calificación. La singularidad de la situación de cada entidad implica que, ante cada caso particular, los factores a analizar tengan pesos relativos de distinta magnitud en la determinación de la fortaleza financiera. La combinación de éstos definirá la calificación de la solvencia. Los factores se agrupan en las siguientes categorías principales:

1. Estrategia Competitiva

Con el fin de determinar la capacidad competitiva de la aseguradora Feller Rate analiza diversos aspectos que permiten evaluar su posición de mercado. Entre ellos, se considera la diversificación de productos, de canales de distribución, además de la capacidad para focalizar sus negocios e introducir modificaciones y ajustes a sus estrategias de desarrollo.

La evaluación de la cartera de productos se realiza mediante el análisis de un periodo adecuado de tiempo y considera aspectos como diversificación y crecimiento por línea de negocios, perfil de la cartera y diversificación de los canales de distribución. Considera también la orientación y capacidad para entrar y sostenerse en nichos de mercado.

La dependencia de mercados cautivos es evaluada ponderando el riesgo de pérdida del vínculo.

El riesgo que la compañía enfrenta ante eventuales modificaciones legales que restrinjan el número, naturaleza y cobertura de los productos que ofrece es evaluado desfavorablemente. Esto, en la medida que no se disponga de estrategias alternativas para enfrentar con una adecuada probabilidad de éxito el eventual cambio en el entorno.

2. Desempeño Técnico

La capacidad de generación de ingresos provenientes de la operación del negocio se analiza mediante diversos indicadores que se relacionan tanto con el desempeño técnico como con factores organizacionales y de procedimientos internos que objetivizan la calidad en la selección de riesgos.

Entre los aspectos a considerar están, por ejemplo, la existencia y el uso permanente de mecanismos formales de suscripción, la definición de mercados objetivos, la existencia de mecanismos de planificación y control de cumplimiento de resultados y siniestralidad, tanto por segmento objetivo como por canal de distribución.

Relevantes son también los mecanismos de control tendientes a asegurar el cumplimiento de los contratos por parte de los asegurados y la inexistencia de convenios o contratos de

seguros con personas relacionadas en términos más favorables que lo observado en el mercado.

En este sentido, el diseño de una estructura organizacional que permita asignar responsabilidades no sólo por el logro de metas de negocios sino también por la obtención de resultados técnicos es evaluado favorablemente.

Entre los indicadores cuantitativos relevantes a considerar están la siniestralidad directa y retenida y el margen técnico, tanto por línea de negocios como a nivel global.

Adicionalmente, y con el fin de analizar la calidad de la cartera de riesgos, se evalúan indicadores como la frecuencia de siniestros y la severidad, tanto por ramo relevante como a nivel global. Para ello se estudian periodos anteriores que permitan evaluar la calidad de la suscripción, de las tarifas técnicas y de los soportes mitigadores.

El conjunto de indicadores es evaluado en relación con la industria de forma de lograr una razonable comparación con una cartera de perfil promedio y fijar estándares de comparación del riesgo relativo de cada aseguradora respecto de su propio mercado.

3. Reaseguro

En Paraguay el reaseguro opera bajo un conjunto de normas de operación muy estrictos que determinan entre otros aspectos los niveles máximos de retención (RSSSG 102/09), el régimen aplicable para determinar los reaseguradores autorizados para operar (RSSSG 013/10) y características especiales del país, como por ejemplo el ciclo del reaseguro activo y del coaseguro. Al evaluar las estructuras y programas de reaseguro Feller Rate toma en consideración el grado de cumplimiento de las normas respectivas y los riesgos asumidos.

Para efectos de determinar en qué medida el programa y procedimientos de reaseguro de la compañía le proporcionan una adecuada protección en relación a la naturaleza, monto de los riesgos involucrados y de la capacidad patrimonial, sobre la base de la información proporcionada por la compañía, Feller Rate evalúa los siguientes aspectos:

- Principales lineamientos y motivaciones a que obedece la estructura de reaseguro de la compañía. Entre ellas se distinguen: estabilización de resultados, protección por severidad o por frecuencia, introducción de nuevos productos, mejorar capacidad de acceso a mercados, incremento de cartera de clientes, financiamiento de operaciones u otras.
- Evolución de la tasa de retención promedio y de los montos asegurados.
- Diversificación y calidad crediticia de los principales reaseguradores involucrados. Evolución de las capacidades contratadas y de los reaseguradores a lo largo de los años.
- Diversificación y calidad de intermediarios. Comportamiento del intermediario a nivel de la industria.

- Procedimientos de control y verificación respecto del cumplimiento de los objetivos definidos para el programa de reaseguro.

4. Estructura Financiera e Inversiones

Esta sección califica la evolución del perfil financiero y de la estructura de activos y pasivos en relación con el desarrollo comercial y con la posición de la compañía en la industria. Se analizan aspectos tales como la estructura patrimonial, la política de dividendos, la calidad de los activos y de los pasivos. La integridad de estos últimos, su conservadurismo y exactitud son evaluadas desde una perspectiva conservadora, y en relación a las estimaciones efectuadas por la propia aseguradora y a las normas vigentes sobre provisiones técnicas.

Para complementar la evaluación financiera se analiza información de la posición de liquidez global, la generación de flujos de caja, las necesidades de financiamiento y los principales indicadores de solvencia determinados por la regulación vigente. Aspectos como la cobertura del Margen de Solvencia, del Fondo de Garantía y del cumplimiento de las Inversiones Representativas son aspectos cuantitativos importantes que dan soporte a los niveles globales de la solvencia de cada entidad. Aun cuando alguno de estos marcos es referencial, constituyen una adecuada base de análisis comparativo con la industria.

Se utilizan algunos indicadores globales adicionales a los ya señalados, como endeudamiento total y leverage operacional (prima retenida a patrimonio ajustado), comúnmente utilizados en el análisis crediticio de las aseguradoras.

Las exposiciones patrimoniales a fluctuaciones en los tipos de cambio son analizados con profundidad, especialmente en escenarios de mayor volatilidad cambiaria.

La capacidad de sus inversiones para dar soporte a los pasivos técnicos de la compañía es evaluada ampliamente. Feller Rate estima relevante contar con una adecuada diversificación, liquidez y rentabilidad de inversiones. También es favorable disponer de políticas formales de gestión y control de inversiones. La existencia de comités de responsabilidad específicamente vinculada a la gestión de los activos, al interior de los cuerpos directivos es evaluada favorablemente por Feller Rate.

Son relevantes los mecanismos que aseguren la independencia en el proceso de toma de decisiones de inversiones, respecto de las exigencias financieras del grupo controlador o de otros intereses internos.

Entre los aspectos a tomar en consideración para evaluar la calidad y riesgo de la cartera de inversiones se puede destacar:

- Diversificación de la cartera, su evolución y composición en relación a la cartera promedio de la industria. La liquidez, en relación al perfil de vencimiento de sus obligaciones.

- Estimación del riesgo de crédito de la cartera, en consideración a la calificación de riesgo de los títulos a la fecha de análisis.
- Mecanismos de control operacional y de custodia. Se evalúan los riesgos operacionales en la gestión de inversiones y los mecanismos de control físico y custodia de los instrumentos.
- Rentabilidad de la cartera de inversiones. Se evalúan las diversas fuentes de generación de ingresos financieros y su comportamiento en relación al rendimiento promedio de la industria.

5. Eficiencia y Rentabilidad

El propósito de esta sección es calificar la capacidad de la aseguradora para generar ingresos adecuados, incorporando para ello una evaluación tanto de la eficiencia como de la rentabilidad en la gestión del negocio. Relevante es la diversificación de las diversas fuentes de ingresos y la consistencia de éstas a través del tiempo.

Factores a considerar son la etapa de desarrollo del negocio, la composición del gasto y el seguimiento interno al control presupuestario.

El desarrollo de sistemas de información y de gestión y el grado de impacto que ello puede tener sobre la eficiencia o sobre la capacidad comercial, son considerados particularmente. Mejoras técnicas y operacionales debieran sustentar el fortalecimiento de la posición competitiva.

Uno de los ciclos de mayor relevancia en la gestión de seguros lo constituye la recuperación de créditos técnicos y administrativos. Una adecuada gestión de cobranza y un marco de políticas conservadoras de administración financiera debieran reflejarse favorablemente en los flujos de caja de la operación.

Con el propósito de calificar a la aseguradora se evalúa y compara su desempeño respecto de la industria. Tanto para los estados financieros más recientes como desde una perspectiva histórica se analizan diversos indicadores de gestión, de uso común en la industria, como la razón combinada, el gasto neto, la siniestralidad y los indicadores de rentabilidad patrimonial.

6. Administración y Propiedad

Uno de los pilares de la solvencia de las instituciones del mercado financiero y de servicios lo constituye la calidad de su administración y el respaldo crediticio de sus propietarios. Ello se traduce en apoyo de largo plazo y en flexibilidad financiera para sortear las diversas dificultades que la aseguradora pudiera enfrentar, tanto por razones internas como exógenas a ella.

Existe una gran dificultad en poder construir indicadores objetivos sobre estos aspectos, principalmente por el tipo de consideraciones que es necesario hacer. Sin embargo, es útil tener una pauta sobre la cual efectuar el análisis de algunos

aspectos que Feller Rate estima relevantes. Con este propósito, se analizan los siguientes factores:

- Preparación profesional y experiencia en la industria y en la compañía de los directores y principales ejecutivos y rotación de la plana ejecutiva.
- Montos, condiciones y calidad de las operaciones de la empresa con entes vinculados a su propiedad o gestión.

Un sano manejo financiero aconseja separar fuertemente los intereses de la compañía de los de sus relacionados. Por esto, la existencia de montos significativos de operaciones con entes relacionados es juzgada como un indicador negativo. Igual juicio debe efectuarse cuando existen contratos de otra índole con partes relacionadas, que implican un potencial traspaso irregular de recursos desde la empresa hacia sus entes relacionados. En esta definición se pueden considerar por ejemplo, usos y costumbres de la industria o transacciones entre partes relacionadas que involucra el compromiso de recursos patrimoniales de la aseguradora.

Por otra parte, es importante analizar el tipo de condiciones que existen en los contratos con partes relacionadas. En una compañía con un sano manejo financiero, nunca esas condiciones deben ser más favorables para las partes relacionadas que las obtenidas por terceros en casos similares. En este sentido, resulta de la mayor importancia las consecuencias que las operaciones con partes relacionadas hayan tenido para la empresa.

Cuando la propiedad es fuerte, es menor la posibilidad que la aseguradora sea utilizada para financiar actividades relacionadas, de mayor riesgo financiero.

- Actitud de la administración en relación al fiscalizador, a las normas y respecto del ambiente de control interno. Este elemento refleja la predisposición de la empresa para actuar en concordancia con las normas imperantes y para acatar las decisiones del ente fiscalizador. Es claro que es potencialmente más riesgosa una empresa cuya administración tiene una actitud beligerante y que siempre está en el margen del cumplimiento de la ley y de las normas vigentes.
- Estructura organizacional. Se analiza el organigrama de la empresa, el diseño de funciones, atribuciones y restricciones inherentes a cada gerencia y su influencia en el proceso de toma de decisiones comerciales, de suscripción y de inversiones. También se evalúa la capacidad de la organización para hacer frente a los desafíos de crecimiento de negocios en el corto y el mediano plazo. Una adecuada separación de funciones y de responsabilidades acota los riesgos de errores o irregularidades y aumenta la probabilidad de su detección. Asimismo, Feller Rate valora favorablemente la existencia de procesos formales de autorización, que, a su vez estén adecuadamente respaldados por la documentación de los procesos y de las transacciones históricas.

- Sistemas de planificación y control. Se verifica la existencia y coherencia de políticas de inversión, financiamiento, personal y remuneraciones. Asimismo se verifica la existencia de sistemas formales de planificación, en cuanto a programas y metas de producción y ventas, presupuestos, estrategias de crecimiento, así como las áreas de responsabilidad y control. Relevante es, por ejemplo, el entorno de cambios a los sistemas de información y el mecanismo por el cual estos cambios se van introduciendo al interior de la organización.

7. Relación Matriz/Filial Solvencia del Controlador

Con el propósito de evaluar la incidencia de la propiedad sobre la calidad crediticia de la aseguradora se somete la estructura de propiedad a una serie de análisis de las características del grupo financiero.

Así, todas aquellas compañías calificadas como subsidiarias fundamentales, reciben normalmente la calificación del grupo. La calificación final de las subsidiarias calificadas como estratégicamente importantes, corresponde a la calificación independiente, elevada hasta en un máximo de una categoría. En todo caso ésta no puede ser superior a la calificación de la matriz expresada en escala local.

Las subsidiarias no estratégicas se califican únicamente en base al criterio general.

Una mayor solidez de sus propietarios significa mejores posibilidades de obtener capital adicional, en caso que eventuales deterioros patrimoniales de la institución hagan necesario aportes frescos de recursos. Además, cuando la flexibilidad financiera de una aseguradora depende significativamente de su propiedad, por ejemplo en una etapa de fuerte crecimiento de negocios, la calificación asignada dependerá en una alta proporción de la capacidad crediticia de su matriz.

Solvencia Global y Calificación Final

Una vez evaluado cada uno de los aspectos que caracterizan la operación y posición de negocios de una aseguradora se resumen los aspectos relevantes que sustentan su solvencia, construyendo una visión analítica de los principales factores de resguardo y de riesgo.

Desde una perspectiva general, se evalúa el resguardo patrimonial que la aseguradora detenta para respaldar la volatilidad que su cartera de riesgos de seguros reporta. De esta forma, aseguradoras con carteras más diversificadas o de comportamiento técnico más estable a lo largo del tiempo pueden presentar niveles adicionales de apalancamiento, en relación con aquellas más concentradas o que cuentan entre sus negocios con una alta proporción de riesgos de gran envergadura, que suelen presentar siniestralidades más variables.

Sobre la base de la construcción de un benchmark de indicadores de mercado se compara la aseguradora respecto de sus pares, subdividiendo la industria según segmentos de tamaño y carteras relativamente similares, que permitan una mayor discriminación de los comportamientos esperados.

Finalmente, Feller Rate considera otros aspectos no necesariamente reflejados en los estados financieros, como la existencia de contingencias y compromisos, o sumarios administrativos pendientes, que pudieran incidir en la gestión y rentabilidad futura.

Entre otros aspectos, se analiza la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas, ya sea por obligaciones propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la compañía.

Con el conjunto de factores comparativos se constituye una evaluación base de la capacidad crediticia de la aseguradora.

A su vez, sobre la base de los diferentes elementos considerados se determina la calificación final, la que depende esencialmente de la evaluación efectuada a la solvencia.

V. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Las categorías de riesgo que utiliza Feller Rate muestran en forma sintética su opinión sobre el riesgo relativo de las obligaciones de seguros de una institución.

Feller Rate utiliza una escala que va de AAA para señalar el menor riesgo relativo, hasta D para los de mayor riesgo. La categoría E se aplica cuando la información no es suficiente para asignar una categoría de riesgo.

Las calificaciones correspondientes son las siguientes:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con la más alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se verá afectada ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con muy alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se verá afectada ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con una buena capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía.

- Categoría BBB: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso de cumplimiento de los mismos.
- Categoría B: Corresponde a aquellas compañías de seguros que cuentan con mínimo de capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía de seguros, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en incumplimiento de los mismos.
- Categoría C: Corresponde a aquellas compañías de seguros que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de incumplimiento de los mismos, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellas compañías de seguros que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de los mismos, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellas compañías de seguros de las cuales no se posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

A las categorías señaladas precedentemente se incorporará el sufijo py para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

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

➤ FUERTE (+):

La calificación puede subir.

➤ ESTABLE:

La calificación probablemente no cambie.

➤ SENSIBLE (-):

La calificación puede bajar.

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

Feller.Rate

Clasificadora
de Riesgo

Paraguay

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIONES DE ACTIVOS


Feller Rate
Clasificadora de Riesgo Ltda.

I. ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de riesgo de fideicomisos de titularizaciones de activos, como la de todo instrumento de deuda, es una opinión sobre la probabilidad de que los títulos sean pagados en tiempo y forma, conforme a lo prometido en el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios. Estos bonos tienen como fuente exclusiva o principal de repago los flujos de caja de los activos entregados en garantía. Así, la calificación difiere sustancialmente de la tradicional, en que la fuente de repago es la capacidad de pago de la empresa emisora.

En el siguiente gráfico se puede observar, en forma simplificada, la metodología de calificación de fideicomisos de titularización de activos.

Como ocurre en el caso de toda emisión de bonos, Feller Rate se pronuncia sobre la capacidad de pago en los términos y plazos pactados en un contrato de emisión; esto es, para el caso específico sobre la probabilidad de que lo explicitado en el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios se cumpla cabalmente.

Uno de los principales elementos en la calificación de riesgo es la oportunidad de los pagos. Si un bono se atrasa en un determinado momento en una cuota, automáticamente se

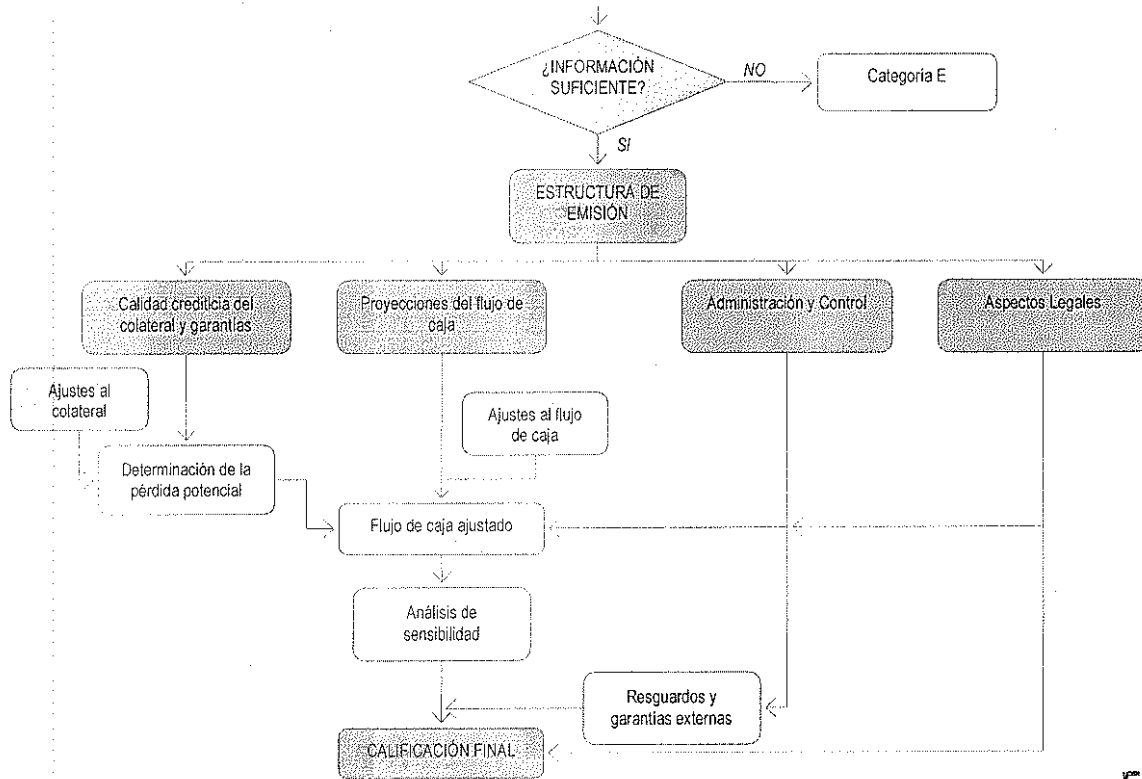
considera en default y su calificación pasa a la categoría D (la más baja). Esto no significa necesariamente que los acreedores perderán algo, sino que no se está cumpliendo cabalmente lo prometido. Bien puede ser que existan prendas y otras garantías similares que, al ejecutarse, hagan que los acreedores recuperen todo lo contractualmente prometido y no experimenten pérdidas.

Feller Rate realiza previamente una evaluación de la calidad de la información de la que dispone para realizar la calificación. Cuando ésta se considera insuficiente, o bien no relevante, Feller Rate asigna a los títulos la categoría E.

El proceso general de calificación consta de las siguientes etapas:

1. Estructura de emisión. Revisión general de la emisión que permita identificar claramente las variables de riesgo de la estructura. Para ello, se identifica el tipo de activos que forman el colateral; las características y el grado de concentración de los activos; las garantías; los agentes involucrados y su grado de participación en la estructura; y las proyecciones del flujo de caja.
2. Calidad crediticia del colateral y garantías. Evaluación esencialmente cualitativa que se realiza con el fin de identificar las pérdidas potenciales de la cartera de activos ante posibles escenarios de crisis.
3. Administración y control. Análisis de la capacidad del

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIONES DE ACTIVOS



Feller Rate

Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

1

administrador de los activos para desempeñar sus funciones conforme a sus obligaciones, y del control sobre el desempeño de la cartera.

4. Proyecciones del flujo de caja.
5. Aspectos Legales. El conjunto de documentos legales de la transacción y, en especial, el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios deben ser consistentes con la estructura de la transacción planteada.
6. Calificación Final.

La metodología incorpora, en algunos casos, el concepto de "Tendencia de la calificación" que expresa la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. En tanto, "Creditwatch" o Revisión Especial captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación, el emisor debe entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada es manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar de la estructura de la emisión, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el coordinador de la transacción para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y agentes que participan en la transacción, cuyos títulos de deuda se debe calificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el coordinador de la transacción, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación de Feller Rate, que determina la calificación de los instrumentos de deuda.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada al emisor, que puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación definitiva, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a las entidades reguladoras y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la calidad crediticia de los títulos de deuda y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realiza especial revisión en las fechas de entrega de información financiera.

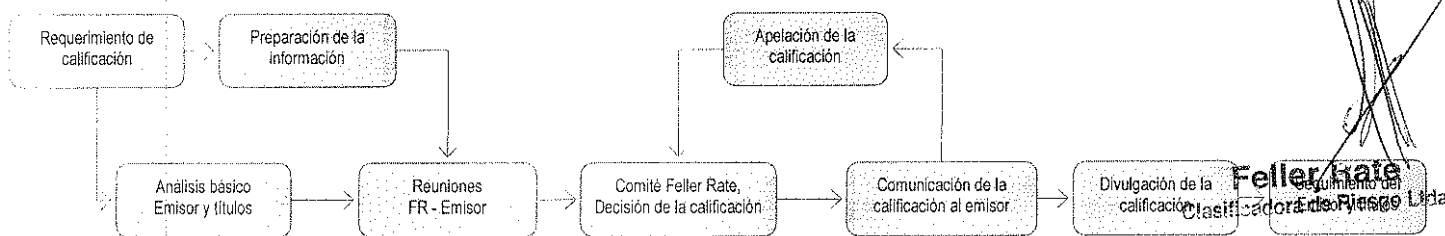
III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La Calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros, que son los encargados finales de asignar la calificación de los títulos de deuda en función de los antecedentes entregados por el emisor y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la emisión cuyo riesgo se trata de calificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la Clasificadora, es esencial que el emisor proporcione a aquélla todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

El proceso general de calificación de fideicomisos de titularizaciones de activos consta de las siguientes etapas:

1. Estructura de Emisión

Se analizan las características generales de la transacción, tipos de activos que forman el colateral, grado de concentración del colateral, garantías y resguardos, agentes involucrados, contratos y flujos de caja base. Esto permite tener una visión global de la estructura y de las variables de riesgo relevantes que deben ser observadas, dentro del marco regulatorio respectivo.

Para cada categoría de calificación se establecen los supuestos sobre el comportamiento de estas variables en escenarios de crisis. Los supuestos generan ajustes que pueden afectar los ingresos generados por los activos que forman el colateral o directamente los flujos netos de caja del patrimonio autónomo.

2. Calidad Crediticia del Colateral y Garantías

En esta etapa se analiza el grado de certidumbre en el pago de los activos que forman el colateral, con el fin de proyectar los flujos de ingresos y el nivel de riesgo asociado a los originadores de los instrumentos de crédito o activos.

Para ello, un elemento previo a considerar es el grado de concentración de los activos que forman el colateral. En general, los colaterales conformados por activos concentrados en uno o pocos deudores u otros generadores de ingresos primarios, se evalúan individualmente, mientras que en los portafolios diversificados la evaluación es de tipo actuarial.

Para el caso de instrumentos de crédito, esta etapa es esencialmente cualitativa y considera la evaluación de los siguientes aspectos:

- Proceso de originación.
- Características de la cartera.
- Garantías y prendas.
- Determinación de la pérdida potencial.

En el caso de titularización de activos concentrados, el análisis se efectúa individualmente. Con frecuencia, el colateral está conformado por flujos generados por empresas que tienen condiciones dominantes de mercado o tienen contratos de largo plazo con clientes con buena calificación de riesgo. Según el tipo de estructura diseñada, el análisis de riesgo de este tipo de carteras puede recaer en la capacidad de pago de las empresas generadoras de los flujos o en la de sus clientes.

— 2.1. PROCESO DE ORIGINACIÓN

La evaluación de la calidad crediticia de los activos del patrimonio autónomo depende del tipo de activo titularizado. Según éste, se define el énfasis que se le dará al originador y al proceso de originación.

En la evaluación del proceso de originación se analizan, entre otros aspectos, los antecedentes generales de la empresa, la preparación profesional de sus ejecutivos, la situación financiera, los volúmenes de negocios, los recursos con que cuenta y las proyecciones de desarrollo futuro. Además, en la evaluación de la política crediticia, se considera su formalización en manuales, su correspondencia o adecuación al marco legal y el proceso de aprobación de las operaciones. En el caso de portafolios grandes, se comprueba la consistencia del proceso de originación con las políticas, haciendo un muestreo aleatorio de algunas operaciones concretas, generalmente a través de la revisión de carpetas.

— 2.2. CARACTERÍSTICAS DE LA CARTERA

La cartera de activos a titularizar es analizada en su conjunto, buscando las características que la distinguen. Si el portafolio está concentrado en unos pocos activos, se hace una revisión individual de cada activo. Lo mismo sucede cuando el colateral está conformado por derechos sobre obligaciones o créditos de uno o pocos deudores.

Si el portafolio está compuesto por activos homogéneos y está suficientemente diversificado, se identifican las características que pueden ser relevantes para un análisis de riesgo de tipo probabilístico o actuarial.

En el caso de créditos hipotecarios, por ejemplo, algunas de las características que se identifican como condicionantes de la probabilidad de incumplimiento en el pago (default) de un crédito particular son: seguros tomados por el deudor, saldo de los créditos, valor de las garantías, razón deuda/garantía, carga financiera de los deudores, moralidad crediticia del deudor y comportamiento histórico de pago.

— 2.3. GARANTÍAS Y PRENDAS

En la mayoría de los casos existen garantías y prendas que respaldan los créditos que forman parte del colateral de un patrimonio autónomo. Éstas pueden tomar la forma de garantías hipotecarias, estatales, bancarias o de terceros.

Si el colateral está formado por uno o pocos activos que tienen garantías o prendas de algún tipo, Feller Rate considera en las proyecciones de flujo de ingresos únicamente aquellos activos que en forma individual tengan una calificación mayor o igual a la de los títulos de deuda. En este caso, las garantías que no sean líquidas no se consideran en las proyecciones.

Un segundo caso es el de grandes portafolios con créditos homogéneos y diversificados. En este tipo de colaterales, Feller Rate realiza un análisis actuarial, estimando un porcentaje de incumplimientos de pago y recuperaciones diferidas por liquidación de garantías. Para ello, se calcula para cada categoría de riesgo:

- La probabilidad de no pago de los créditos o probabilidad de default.
- El plazo de recuperación de garantías o ejecución de las mismas.
- La pérdida probable por caída del valor de las garantías y los costos asociados a su liquidación.
- Garantías externas: estatales, del originador, de terceros.

Estas estimaciones dependerán de las condiciones del contrato de crédito, del marco legal y de las características propias de las garantías. En el caso de garantías reales, las principales variables analizadas son:

- La evolución histórica, la situación y las proyecciones de precios de las garantías.
- La estabilidad y factores que provocan volatilidad de precios.
- Elasticidad-precio de la garantía con respecto a variables macro y microeconómicas.
- Su grado de liquidez.

Feller Rate revisa además los aspectos legales relacionados al proceso de liquidación de garantías, transferencia de títulos, deudas preferentes, quiebra de sociedades o personas naturales e instancias de apelación. También se toma en cuenta el posible impacto político-social de dichas liquidaciones.

— 2.4. DETERMINACIÓN DE LA PÉRDIDA POTENCIAL

La metodología de Feller Rate contempla ajustes a los flujos futuros originados por la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante eventuales escenarios adversos.

El proceso para la determinación de estas pérdidas potenciales se puede separar en tres etapas:

➤ 2.4.1. Identificación de variables relevantes

Para determinar las pérdidas potenciales, se evalúan las principales fuentes de incertidumbre en los flujos futuros originados por los activos que forman parte del colateral. Para ello se identifican las principales variables de riesgo que condicionan estos flujos futuros.

Por ejemplo, para carteras de créditos hipotecarios diversificados, dos de las variables más relevantes son: la probabilidad de incumplimiento de cada crédito y el valor de las garantías en escenarios de crisis, en caso de liquidación.

➤ 2.4.2. Definición de supuestos

Según el tipo de activos, y para cada categoría de riesgo, se determinan supuestos base sobre el comportamiento de las variables que se han identificado como relevantes.

Supongamos, por ejemplo, que el colateral está conformado por activos basados en ingresos de empresas de una industria específica, cuyo crecimiento depende del desempeño futuro de la economía. Feller Rate podría establecer supuestos, para cada categoría de riesgo, sobre el crecimiento futuro del PIB y sobre la elasticidad-ingreso de la demanda futura de dicha industria.

La determinación de los supuestos base se realiza mediante estudios del comportamiento histórico de pago de cada tipo de activos en diferentes situaciones de crisis, evidencias internacionales y apreciaciones cualitativas de expertos. Asimismo, y según el caso, se utiliza la información histórica que el originador es capaz de entregar respecto del comportamiento de sus activos.

La calidad de la información estadística y estudios de comportamiento de las variables relevantes en una titularización en particular mejoran el grado de precisión de los supuestos y pueden incidir en mejores niveles de calificación.

La magnitud de los escenarios de crisis es mayor mientras más alta sea la calificación de riesgo. Así, los supuestos y ajustes correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA, y los asociados a éste, mayores que los de un escenario A.

➤ 2.4.3. Aplicación de ajustes

Los supuestos establecidos para cada categoría de riesgo, están relacionados directamente al tipo de activos y a un portafolio de calidad crediticia normal o estándar.

Sin embargo, dos carteras conformadas por el mismo tipo de activos pueden tener diferente calidad crediticia. Feller Rate observa estas diferencias y aplica ajustes a los supuestos anteriormente definidos. Estos ajustes se aplican de acuerdo a las características particulares de la cartera en su conjunto o a cada activo en particular.

Por ejemplo, para colaterales conformados por créditos hipotecarios, se podrían aplicar ajustes en función del valor que tomen algunas características como la relación deuda/garantía, la relación dividendo/renta, la relación carga financiera/renta, el monto de los créditos, la morosidad observada, la finalidad de las viviendas, las deficiencias crediticias en la originación.

Así, se obtiene la pérdida potencial de la cartera de activos que servirá para calcular el flujo esperado de ingresos. La cobertura ante pérdidas potenciales de una emisión es llamada sobrecolateral.

En adición al exceso de cartera, entre otras, algunas formas que puede tomar el sobrecolateral son: aportes de capital; spread de tasas entre activos y pasivos; garantías líquidas de terceros; fondos de reserva; subordinación de series; reemplazo de activos.

3. Administración y Control

Feller Rate debe tener la seguridad que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir con sus obligaciones contractuales de forma cabal. Feller Rate deberá tener una opinión de la calidad crediticia de todo agente que intervenga en forma directa en la transacción, ya sea en la administración de activos, en la administración de dineros, en respaldos o garantías crediticias o financieras. Esta opinión puede basarse en una calificación de riesgo formal o a través de una evaluación crediticia específica. En el primer caso, el agente deberá tener una calificación de riesgo acorde con lo prometido y con la transacción que se está evaluando.

Generalmente, la contratación y los reemplazos de servicios, así como los respaldos o garantías financieras, están condicionados, en los contratos que enmarcan la emisión, a cierto nivel de calificación de las entidades que los otorgan.

Si cualquiera de estos agentes no cumple con una calificación de riesgo apropiada, deberá establecerse un mecanismo de reemplazo por otras entidades que sí la cumplan. Lo mismo ocurre cuando, luego de la emisión, el agente cae en su calificación, por debajo de la requerida, durante la vida del bono.

Una institución sin calificación de riesgo puede eventualmente ser partícipe directo en la transacción, siempre que no otorgue un respaldo financiero sino a otro tipo de obligaciones.

Si una entidad mantiene obligaciones financieras con el patrimonio autónomo, deberá efectuarse un análisis de riesgo acorde con dichas obligaciones, en lo que respecta a montos comprometidos y plazos.

— 3.1. ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS

La cartera de activos que forman el colateral debe ser administrada apropiadamente, para que los flujos por ella generados lleguen al patrimonio autónomo, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La fiduciaria podría contratar servicios de administración con terceros. Las obligaciones y facultades de los administradores de carteras de patrimonios autónomos se establecen normalmente mediante contratos. Estos son revisados por Feller Rate como parte de la documentación legal de la emisión.

En el caso de una cartera de créditos, la evaluación de la administración deberá, entre otros aspectos, considerar:

- Las políticas de cobranzas normales, prejudiciales y judiciales. Correspondencia de políticas con procedimientos efectivos. Su flexibilidad ante requerimientos del propietario de la cartera.
- La existencia de procedimientos formales de cobranza.
- Avisos a los deudores morosos.
- Los procedimientos de recaudación y transferencia de fondos.
- La capacidad y flexibilidad de su estructura organizativa y de sus recursos, para cumplir con los estándares de administración de cartera comprometidos.
- Los sistemas de información con que cuenta, la frecuencia de los controles, los programas computacionales y el almacenamiento de documentos.
- El desempeño histórico de los activos bajo su administración.
- Las características y condiciones de los avances comprometidos en el contrato de administración.
- Los compromisos contractuales del administrador a recomprar o sustituir créditos de mal desempeño o de pagar indemnizaciones, si corresponde.
- Las tarifas de los servicios de administración y los incentivos relacionados al desempeño de la cartera. El valor de la tarifa con respecto a los costos en que incurre al realizar las actividades de administración. La vigencia de las tarifas y los mecanismos de reajustabilidad.
- La situación financiera del administrador.
- La propiedad del administrador. Políticas de capitalización y retiro de dividendos.
- Sistemas de respaldo de los principales documentos de la transacción, ya sean escritos o informáticos. Sistemas de seguridad en el almacenaje de estos documentos.

La fiduciaria debe tener la posibilidad de sustituir al administrador sin que esto impida el pago oportuno de los cupones de los bonos. Además, se debe considerar cualquier conflicto de interés que pudiera tener el administrador, y que pudiera influir negativamente en los incentivos a la ejecución transparente de sus actividades de información y control. Por lo tanto, deberá informar cualquier relación que el administrador o sus filiales, pueda tener con el o los deudores de la cartera, garantes u otros agentes involucrados en la transacción.

— 3.2. ADMINISTRACIÓN MAESTRA DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO (MASTER SERVICING)

En una titularización de activos la fuente principal de repago de los bonos es el conjunto de activos que forman el colateral de la emisión. El desempeño que tenga el colateral dependerá, en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. El control que realiza cada administrador de activos debe ser monitoreado y controlado.

El monitoreo del comportamiento del colateral debe ser continuo y preciso. Deben existir indicadores de desempeño de la cartera que permitan un seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Para ello, la información relevante sobre el comportamiento del colateral debe ser consolidada y verificada. Luego, debe ser analizada en función de las proyecciones iniciales. De comprobarse negligencia por parte de los administradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada es inexacta, incompleta o fraudulenta, la fiduciaria deberá tomar todas las medidas del caso para evitar nuevos comportamientos similares o cambiar al administrador.

En algunos casos, es preciso hacer un seguimiento al precio de mercado de los activos que forman el colateral y/o al valor de las garantías, las tarifas vigentes de otros servicios pagados por el patrimonio autónomo, los cambios legales o tributarios, y otros elementos relevantes que puedan influir en los flujos de ingresos o egresos futuros.

Hay otras actividades que deben ser realizadas por el administrador maestro, como la contratación de servicios externos y otras actividades relacionadas al cumplimiento de los contratos firmados por la fiduciaria.

Todas estas actividades deben ser centralizadas y realizadas de manera continua, con el fin de garantizar el pago de los títulos de deuda de acuerdo a lo comprometido en la documentación legal que enmarca la emisión. De no ser así, existe el riesgo de caer en incumplimientos de los acuerdos contractuales de la emisión que podrían ser evitados. Feller Rate pone especial atención en la capacidad organizativa y de recursos del administrador maestro para cumplir con sus responsabilidades de seguimiento y control.

4. Proyecciones de Flujo de Caja

Esta parte del análisis se centra en las características de la estructura de pagos comprometidos en la emisión. Una titularización de activos puede tener diversas estructuras de pago, que son determinantes a la hora de realizar el trabajo de calificación.

El marco legal debiera definir la operatoria y responsabilidades de los agentes que intervienen en los procesos de titularización. Sin embargo, podría existir cierto grado de flexibilidad que condicione el enfoque que se dé al análisis de flujos de cada emisión en particular.

La estructuración de la emisión responde, en general, a un proceso de ingeniería financiera muy cuidadoso, en el cual los ingresos netos ajustados, generados por el patrimonio autónomo, se calzan con los egresos por pago de cupones de bonos, manteniendo los resguardos y reservas mínimas considerados en la documentación legal que enmarca la emisión.

— 4.1. PROYECCIÓN DE FLUJO BASE

Las características de la estructura de ingresos generados por los activos, la tabla de desarrollo de los bonos emitidos y los costos estimados del patrimonio autónomo, determinan las proyecciones base de ingresos y egresos.

Lógicamente, para garantizar la factibilidad de la emisión, los flujos acumulados al final de cada período, estimados sin ajustes, deben ser positivos durante la vigencia del bono. Para ello, se considera tanto la existencia de fondos de reserva como los retiros de excedentes permitidos en la documentación legal que enmarca la emisión.

— 4.2. INGRESOS AJUSTADOS

A la proyección de ingresos base se le aplican las pérdidas potenciales estimadas en la etapa anterior y se proyectan nuevos flujos de ingresos originados por los activos.

En función de la estructura de la titularización en particular, se aplican supuestos adicionales sobre la forma en cómo determinados escenarios de crisis pueden afectar los flujos de ingresos del patrimonio autónomo.

Los ingresos financieros producidos por los fondos de propiedad del patrimonio autónomo también se incluyen en los flujos. Estos fondos pueden haber sido originados por aportes iniciales de capital; prepagos voluntarios de los créditos; recuperaciones por liquidación de garantías; flujos netos acumulados; intereses acumulados; acumulación de excedentes no retirados; o por otros resguardos establecidos en la documentación legal que enmarca la emisión.

Existe el riesgo de que los fondos no puedan invertirse a las tasas de rentabilidad estimadas al momento de emisión. Para atenuar el riesgo, el emisor puede firmar contratos de largo plazo, con entidades de alta calificación de riesgo, que le garanticen una mínima tasa pre-determinada. Ante la ausencia de estos contratos, Feller Rate calcula una rentabilidad de los fondos tomando en cuenta un vector de tasas pesimista, considerando las limitaciones al tipo de inversiones especificadas en los contratos que enmarcan la emisión.


Feller Rate

Clasificadora de Riesgo Ltda.

— 4.3. EGRESOS AJUSTADOS

Los egresos ajustados del patrimonio autónomo están conformados básicamente por tres componentes: el pago de cupones de los bonos; los costos imputables al patrimonio autónomo; y, una partida para imprevistos.

El pago de cupones de los títulos de deuda se aplica a los flujos según la tabla de desarrollo programada y condiciones establecidas en la emisión. Si en éste así se estipula, la tabla de desarrollo se ajusta a situaciones que aceleren el pago de los bonos.

La determinación de los costos del patrimonio autónomo es un elemento importante en el análisis. Feller Rate compara las tarifas acordadas con los prestadores de servicios, con respecto a los gastos normales en los términos pactados y sus posibles fluctuaciones a lo largo del tiempo. Si un prestador de servicios es reemplazado, la tarifa que el patrimonio debe ser capaz de cubrir debe ser suficientemente atractiva, para que otro prestador pueda brindar sus servicios, sin disminuir la calidad de éstos.

A la proyección de costos se pueden aplicar ajustes, si existen indicios de que los costos en el largo plazo pueden ser diferentes a los estimados. Esto, debido a la no existencia de contratos de largo plazo, o porque se presume que los costos futuros de renovación o reemplazo de prestadores de servicios del patrimonio autónomo pueden ser mayores a los presupuestados.

La capacidad del patrimonio autónomo de hacerse cargo de todos sus gastos es tan importante como su capacidad de cumplir con el pago de los bonos emitidos. El no pago de los servicios contratados podría generar la terminación de los servicios o reclamos legales. También pueden surgir gastos legales o financieros relacionados a estos incumplimientos. Por lo tanto, Feller Rate debe asegurarse de que el flujo de caja generado por los activos va a ser suficiente para cumplir con sus obligaciones. Además, es recomendable incluir una partida para imprevistos de monto determinado en función de la emisión y la volatilidad de los flujos de ingresos.

— 4.4. RESGUARDOS Y GARANTÍAS EXTERNAS

Los beneficiarios u otros afines podrían tener derechos sobre los excedentes generados por los fideicomisos. Estos excedentes podrían ser retirados periódicamente, según se establezca en la documentación legal respectiva. Si no se establecen explícitamente dichos resguardos, Feller Rate supone que se retirarán todos los excedentes. Si existen resguardos que establecen límites a los retiros, Feller Rate supone que los retiros se harán por el máximo permitido.

Pueden haber estructuras en las que el desempeño financiero del fiduciario, originador o garante podría tener implicancias directas en las proyecciones de flujo del patrimonio autónomo. En estos casos, la documentación legal de la emisión puede contemplar algunos resguardos que limiten el riesgo asociado al comportamiento de éstos. Lo más frecuente es observar que

se condicione el retiro de excedentes del patrimonio autónomo al cumplimiento de ciertos indicadores financieros mínimos del fiduciario, originador o deudor. Estos indicadores mínimos limitan la capacidad de endeudamiento, situación de liquidez o cobertura de deuda.

En el flujo ajustado se ingresan estas restricciones que condicionan el retiro de excedentes y formación de fondos de reserva.

Un tratamiento diferente recibe, dentro de la calificación de riesgo, la presencia de entidades que brindan respaldo financiero externo a la emisión y las garantías otorgadas por aseguradoras de bonos.

Las garantías en una emisión se evalúan sobre la base de su nivel de liquidez y la certidumbre de su cumplimiento en las condiciones pactadas. La capacidad financiera de las entidades que brindan las garantías es esencial cuando se evalúa el riesgo de una estructura que tiene este tipo de respaldos.

El agente que brinda la garantía deberá tener una calificación de riesgo acorde con la transacción que se está evaluando. Sin embargo, en ciertas estructuras, es posible que este agente no cuente con calificación de riesgo. En tal caso, Feller Rate puede hacer una evaluación de riesgo de esta entidad, que será función de las características del compromiso de respaldo asumido y sus plazos.

— 4.5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

La estructura de ingresos netos ajustados, incluidos fondos de reserva y otras garantías líquidas debe ser suficiente para pagar cada uno de los cupones de los bonos en los plazos y condiciones pactados.

Los ajustes efectuados responden a supuestos específicos sobre el comportamiento de ciertas variables relevantes en el tiempo. El desempeño de dichas variables podría diferir marginalmente de los supuestos para el escenario de crisis analizado. Además, pueden existir variables que, a pesar de no ser relevantes y, por ello, no haber sido consideradas en los ajustes, podrían tener cierto impacto negativo en los flujos. Por esto, Feller Rate realiza un análisis de sensibilidad de dichas variables.

La determinación de la profundidad de las sensibilizaciones estará en relación con la calificación de riesgo evaluada.

5. Aspectos Legales

Luego de haber analizado la estructura de la emisión, las características del colateral y haber hecho las evaluaciones de flujo de caja, Feller Rate revisa cuidadosamente los antecedentes legales que formalizan la transacción. Para ello, evalúa el marco legal y regulatorio, los contratos que enmarcan la emisión y administración, y otros antecedentes legales relacionados a la emisión en particular.

La estructura legal de la emisión debe garantizar que los flujos de dinero, de información y operativos se realicen en

condiciones claras e inequívocas, con el fin de ser totalmente consistentes con la estructura económica-financiera diseñada.

— 5.1. MARCO LEGAL Y REGULATORIO

Aunque en algunos países ha sido posible la titularización de activos sin una ley específica sobre la materia, la posibilidad de titularizar una cartera de activos depende, entre otras cosas, de la existencia de un marco legal y regulatorio apropiado. Los principales aspectos normativos que se deben evaluar adecuadamente son: las características de los vehículos legales a través de los cuales se perfeccionarán las operaciones; la quiebra de sociedades; las transferencias y venta de activos o instrumentos; y las características de los derechos sobre dichos activos.

Un aspecto vital es la certeza de la transferencia total de cada uno de los activos que forman el colateral, incluyendo la transferencia de todos los derechos sobre dichos activos y, si es el caso, de las prendas y garantías asociadas. La normativa sobre los mecanismos, costos y plazos en la liquidación de garantías es otro de los elementos importantes en el análisis legal.

De no existir una normativa explícita sobre algún punto relevante de los antes mencionados, Feller Rate puede solicitar al contratante un pronunciamiento legal independiente sobre la materia.

— 5.2. CONTRATOS QUE ENMARCAN LA EMISIÓN

El documento principal que Feller Rate revisa para otorgar la calificación definitiva de una emisión de bonos es el contrato de fideicomiso y sus anexos o complementos. Frecuentemente, los contratos son complejos y tienen un extenso proceso de elaboración y discusión. De ser necesario, Feller Rate puede revisar borradores finales de estos documentos, siempre que en ellos se establezcan claramente los aspectos principales de la emisión. La opinión final de Feller Rate estará condicionada a que las versiones definitivas de los documentos legales sean consistentes con la estructura general de la emisión y los borradores finales revisados previamente.

— 5.3. OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Parte importante de la evaluación legal recae en el contrato de administración de los activos. Los aspectos más relevantes que Feller Rate toma en cuenta en la revisión de los convenios de administración de activos se señalaron anteriormente.

De ser necesario, se revisan otros documentos legales que se consideren relevantes para una evaluación completa de los riesgos de la estructura de titularización específica.

6. Calificación Final

La decisión respecto de la calificación final de una emisión recae en el Comité de Calificación de Feller Rate. En él, el analista responsable presenta un resumen de los antecedentes cuantitativos y cualitativos de la estructura de titularización que

fundamentan la transacción, de acuerdo a la metodología planteada.

Así, el análisis se basa en la revisión de la estructura de la emisión. Lo anterior, sobre la base del análisis de la calidad crediticia del colateral y garantías, proyecciones de flujo de caja, administración y control de los activos y del patrimonio autónomo, así como de los aspectos legales pertinentes. Se incorporan, a su vez, análisis de sensibilidad sobre las proyecciones y la evaluación de resguardos y garantías externas.

V. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Se consideran instrumentos de deuda de corto plazo los emitidos con vencimientos hasta 1 año, de mediano plazo los emitidos con vencimientos entre más de 1 año y hasta 3 años, y de largo plazo con vencimientos a más de 3 años.

1. Calificación de Títulos de Deuda de Mediano y Largo Plazo

Feller Rate emplea las siguientes categorías para su calificación:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.

- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso o equivalente.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso o equivalente.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

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

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora en algunos casos podría utilizar la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

2. Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período

mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran "grado inversión", al tiempo que los calificados en Nivel 4 como "no grado inversión" o "grado especulativo".

VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

Feller Rate asigna, en algunos casos, "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, las bases del negocio, la estructura organizativa de la transacción y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas.

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

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que están en desarrollo o en proceso de evaluación y que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos pueden ser los casos de modificación en los agentes partícipes de la transacción, acciones o cambios regulatorios u otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

Feller Rate
Clasificadora de Riesgo Ltda.