

Manual de Calificación de Riesgo

Índice

• PCR-PACIFIC CREDIT RATING	4
• Procedimiento de Calificación.....	5
• Utilidad de la Calificación.....	6
• Información requerida para la Calificación.....	6
• Factores determinantes de una Calificación	7
• Análisis cuantitativo	7
• Análisis cualitativo	7
• Categorías de Calificación	8
• Política de difusión.....	9
• Estructura del perfil de Calificación.....	9
• Procedimientos de Calificación de riesgo de bancos e instituciones financieras	11
• Metodología de Calificación de acciones	17
• Procedimientos generales de Calificación de bonos.....	20
• Calificación de bonos, bonos convertibles y de acciones de proyectos y de empresas que tengan menos de tres años de historia representativa.....	27
• Metodologías de Calificación de riesgo para fondos de inversión.....	42
• De la Calificación de los instrumentos en nivel de incumplimiento.....	63
• Manual de Calificación de riesgo de bonos provinciales, municipales y de entes públicos bajo tales jurisdicciones	65
• Metodología de Calificación de riesgo de títulos de deuda hipotecaria titulizada	73
• Metodología de Calificación de riesgo de títulos de deuda titulizada	77
• Procedimientos generales de Calificación de instrumentos financieros de personas jurídicas constituidas en el extranjero.....	93
• Procedimientos generales para la Calificación internacional de depósitos de corto plazo y depósitos de mediano y largo plazo de bancos e instituciones financieras.....	99
• Procedimientos de Calificación de riesgo de obligaciones de compañías de seguros generales y afianzadoras.....	104

Manual de Calificación de Riesgo

- Procedimientos de Calificación de riesgo de obligaciones de compañías de seguros de vida..... 119
- Anexos..... 134

PCR-PACIFIC CREDIT RATING

PCR es una empresa orientada a realizar Calificaciones de riesgo de títulos representativos de deuda, de acciones, de instituciones financieras, de compañías de seguros, de fondos de inversión, de fondos mutuos, de instituciones microfinancieras y de gobierno corporativo. La compañía y sus administradores son completamente independientes de criterio, puesto que no poseen ningún vínculo económico, directo o indirecto, con intermediarios o emisores en los mercados de valores en que operan, ni con ninguna otra persona jurídica.

La empresa inició operaciones como Jasauí & Asociados Clasificadora de Riesgo S.A., y cambió su razón social a Duff & Phelps del Perú una vez que formalizó su asociación con Duff & Phelps Credit Rating Co. de los Estados Unidos de Norteamérica, que además le proporcionó el soporte tecnológico necesario para lograr estándares internacionales de Clasificación.

Duff & Phelps Credit Rating Co., hasta su desaparición, ha estado proporcionando análisis sobre inversiones a clientes institucionales desde 1932. La Firma comenzó ofreciendo servicios públicos de Clasificaciones de crédito en 1980 y de la capacidad de pago de compañías de seguros a partir de 1986. En 1991 Duff & Phelps fusionó sus negocios de Clasificación de riesgo con McCarthy, Crisanti & Maffei, una de las más prestigiosas firmas de análisis financiero de los Estados Unidos de Norteamérica. En junio de 2000, Duff & Phelps se fusionó con Fitch, y por tanto DCR Perú se independizó y se transformó en PCR-PACIFIC CREDIT RATING.

PCR emite un juicio basado fundamentalmente en el análisis de la información proporcionada por el emisor, así como por otros datos que posee u obtiene de diferentes fuentes que considera fidedignas, con el objeto de cruzar y complementar la información. A pesar de que el análisis de los estados financieros recibe una alta ponderación en la emisión de una opinión de riesgo, se trabaja en ocasiones con resultados parciales proporcionados por funcionarios de las compañías. Dado esto, es importante indicar que la información y cifras que se utilizan en los análisis, de ninguna manera son auditadas por la Clasificadora, por lo que ésta no se hace responsable de errores u omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información. Las Calificaciones que ofrece PCR son opiniones relativas a calidad de crédito y no pretenden propiciar la compra/venta de valores.

Es importante diferenciar entre la Calificación referida a una emisión y la referida a un emisor. Es decir, una empresa puede llevar a cabo diversas emisiones de deuda y en cada una de ellas podrá tener diferente evaluación en función de las características individuales de cada operación. Por lo anterior, no necesariamente a todas las emisiones de una sola empresa les corresponde la misma Calificación.

PCR pretende auxiliar al administrador de inversiones en la toma de decisiones emitiendo una opinión de riesgo confiable sobre la calidad crediticia de una determinada emisión o emisor, pero de ninguna manera sus Calificaciones deberán considerarse como una sugerencia o recomendación para invertir, ni constituyen aval o garantía de la emisión; es sólo una opinión que deberá tomarse en cuenta junto con otras variables, como un factor complementario en las decisiones de inversión.

Procedimiento de Calificación

Resulta difícil tipificar los procesos de Calificación, puesto que son variados y en general se establecen caso por caso, dependiendo de factores tales como características del emisor, tipo de emisión, calidad de información y otros. No obstante, con el objeto de dar una descripción, se podría afirmar que las etapas generales que se sigue son las siguientes:

1. Recopilación y procesamiento de información financiera y no financiera del emisor. En cuanto a la información histórica, de ser posible deberá corresponder a los últimos cinco años. No obstante, cabe indicar que no sólo se recopila y procesa información histórica, sino también proyectada.
2. Recopilación y procesamiento de información sobre la actividad económica del emisor, información sectorial, etc.
3. Análisis de la información previamente procesada. Revisión preliminar de proyecciones financieras.
4. Visita a las instalaciones. En los casos que por el giro del negocio se considere prudente.
5. Validación de proyecciones financieras corporativas y sectoriales.
6. Reunión de funcionarios con miembros del comité de Calificación o con analistas.
7. Sesión interna del comité de Calificación.
8. Asignación de Calificación y sustentación ante el emisor.
9. Vigilancia y seguimiento por parte del grupo de analistas responsable y del comité de Calificación.

La Calificación de la emisión se revisa formalmente cuando menos una vez al año, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados. Con esto se busca identificar desviaciones importantes respecto a las consideraciones iniciales. De existir dichas desviaciones se establece la comunicación con el emisor y se analiza profundamente las causas. Si éstas son sólo de carácter temporal, la Calificación no se altera y, de ameritarlo, se ubica al emisor bajo mayor observación.

La perspectiva de PCR es de largo plazo, no de corto plazo, por lo que se evitan variaciones de carácter temporal e innecesarias en las Calificaciones. Por el contrario, si se considera que la desviación es producto de un cambio estructural en la posición de la compañía, se realiza a la brevedad el cambio en el sentido que se considere prudente.

Los resultados conocidos proporcionan en el mejor de los casos, una orientación del posible comportamiento futuro que se puede esperar en el desarrollo de una compañía. PCR da gran importancia a los flujos de efectivo esperados a fin de fortalecer y mantener actualizadas sus Calificaciones. Esta perspectiva junto con la evaluación continua de los factores fundamentales permite determinar el potencial de cobertura del servicio del interés y principal de las emisiones de manera consistente y actualizada.

Utilidad de la Calificación

Para que el mercado de capitales opere en forma eficiente se requiere que los participantes estén bien informados, siendo imperativo que el inversionista o el administrador de portafolios disponga de un análisis de riesgo crediticio de la más alta calidad.

En este sentido, resalta la importancia de las Calificadoras de riesgo, empresas especializadas en analizar las emisiones con sistemas profesionales, estandarizados y autónomos, que emiten una opinión sobre la capacidad potencial de pago oportuno de dichas emisiones en una escala predeterminada de Calificaciones comprensible y clara.

Una vez encuadrada la emisión dentro del marco general de Calificaciones se amplían sus posibilidades de operación en el mercado secundario.

Información requerida para la Calificación

En todos los casos el propio emisor proporciona la información de sus estrategias, políticas, mercados, finanzas, y otros aspectos que se solicita caso por caso. La Calificadora emite un juicio fundamentado en el análisis efectuado de dicha información, así como por otros datos que posee u obtiene de otras fuentes que considera fidedignas, con el objeto de complementar su análisis.

La información y cifras que se utiliza, en ningún caso son auditadas por la Calificadora, por lo que ésta no se hace responsable de errores u omisiones derivados del uso de las mismas.

Las Calificaciones que ofrece PCR son opiniones relativas a calidad de crédito y no pretenden sugerir ni propiciar la compra/venta de valores.

La vigencia de la emisión será por el tiempo que dure la Calificación. Usualmente se realiza una revisión trimestral de la misma, o antes si fuera necesario. La observación y seguimiento permanente puede llevar a la necesidad de hacer revisiones anticipadas.

Factores determinantes de una Calificación

Es fundamental entender que el proceso de Calificación de riesgo no se limita al análisis de unas cuantas razones financieras. En la Calificación de riesgo de PCR no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a una determinada Calificación. El criterio simplista de colocar las cifras históricas en un modelo para calcular el potencial del servicio de la deuda que se tiene es en la actualidad obsoleto. Los factores fundamentales de los negocios cambian con el tiempo y las administraciones reaccionan a estos de forma diversa, por lo que su impacto es diferente para cada compañía e industria evaluada.

La determinación del riesgo es un asunto de juicio basado en análisis cualitativos y cuantitativos que cambian de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector y, dentro de cada uno de éstos, varía para cada empresa de acuerdo con su desempeño particular y su propia cultura empresarial.

A pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la Calificación de riesgo es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, dado que una Calificación de riesgo es una opinión.

Análisis cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de los flujos de caja sobre bases históricas. De éste se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la rentabilidad para sus accionistas.

El análisis histórico constituye la base sobre la cual se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite dar credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está garantizada y amerita un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

Análisis cualitativo

La Calificación de riesgo de una emisión no se puede otorgar basándose exclusivamente en el análisis financiero, dado que éste no refleja a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas; de ahí que el análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una Calificación que se ajusta a la realidad de la empresa.

Entre los aspectos cualitativos que se considera y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de una emisión, están la calidad de la administración; los planes y estrategias; las oportunidades de mercado; la investigación y desarrollo de nuevos productos; los ciclos de vida de productos e industrias; los recursos humanos; las políticas de control, la auditoría, los aspectos fiscales, entre otros.

El proceso de Calificación de PCR implica una considerable interacción con los funcionarios de las compañías emisoras, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades. Se realizan presentaciones a funcionarios de nuestra firma, visitas a las instalaciones de los emisores, entrevistas personales y consultas

permanentes para mantener continuidad en el conocimiento y desarrollo de la empresa y de la emisión.

Para PCR, una de las formas más transparentes para conocer la capacidad de pago de una emisión es comprender la filosofía y la situación de la administración; por ello le otorga una importancia sobresaliente al diálogo y al contacto directo con sus administradores.

Categorías de Calificación

Con objeto de apoyar la orientación hacia la internacionalización que está adquiriendo el mercado de valores globalmente, se ha optado por utilizar en nuestro sistema de Calificación, parámetros consistentes con los criterios generales reconocidos por los participantes en el mercado internacional.

No obstante, es importante señalar que la aplicación de estas escalas depende del mercado al cual se circunscribe; es decir, puede ser local, regional o internacional, debido entre otros aspectos a la limitación que presentan los diversos riesgos soberanos.

Con el propósito de diferenciar las Calificaciones domésticas de las internacionales que contemplan la limitante del riesgo soberano, se ha agregado una identificación local a la Calificación (usualmente corresponde a un prefijo ubicado entre paréntesis) para indicar que se refiere sólo a emisiones de carácter doméstico a efectuarse en un mercado.

Emisiones bajo observación (↓)(↑) son aquellas que tienen muy alta probabilidad de ser modificadas. Las Calificaciones en un momento dado, reflejan todos los factores cuantitativos y cualitativos conocidos a la fecha de Calificación, pero la ocurrencia de ciertos factores de incertidumbre y la existencia continua de ciertas tendencias pueden ser motivo para efectuar un cambio en la Calificación. La materialización de ciertos eventos, determinará el tiempo que una emisión en particular permanezca bajo observación sin cambio alguno. La mayoría de estas situaciones se resuelven en el lapso de un año. También es importante destacar que los cambios en las Calificaciones, sin la previa inclusión de la emisión en observación, podrá realizarse si las circunstancias así lo dictan.

En el anexo adjunto se presenta la simbología de Calificación para:

- Fortaleza financiera de bancos y compañías de seguros
- Emisiones de corto plazo
- Depósitos de corto plazo en entidades del sistema financiero
- Depósitos de mediano y largo plazo en entidades del sistema financiero
- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes
- Acciones comunes
- Fondos mutuos
- Obligaciones de compañías de seguros

Política de difusión

Las Calificaciones realizadas por PCR se ponen a disposición de los inversionistas y del público en general a través de notas de prensa, publicaciones y medios electrónicos. Asimismo, deben estar disponibles en las Bolsas de Valores locales y en el Registro Público local.

A partir del momento en que las Calificaciones se pueden hacer públicas se hace de conocimiento de los principales medios de prensa escrita la Calificación que se otorga mediante notas de prensa (*press releases*). Asimismo, se pone a disposición de los inversionistas, los emisores, la banca, la prensa y el público en general a través de la página web de PCR (www.ratingspcr.com).

Los reportes completos además de la publicación electrónica en internet son materia de publicación periódica con las Calificaciones asignadas. Dichos reportes contienen la información que se detalla en la estructura del perfil de Calificación.

En internet la información de PCR se encuentra además ligada a otros proveedores de información financiera en los páginas de PCR (www.ratingspcr.com) y otros medios electrónicos de difusión masiva.

Estructura del perfil de Calificación

Emisor: Se señala la razón social del emisor, y en su caso se indica si pertenece o forma parte de algún grupo de empresas con las que puede obtener ciertas sinergias en su operación. Asimismo, se indica el nombre del analista asignado a fin de que los interesados en profundizar la evaluación de la emisión se puedan comunicar directamente.

Emisión: Comprende la descripción general de la misma, como el tipo, monto, plazo y Calificación vigente asignada. Pretende que el lector identifique en forma rápida la emisión y se de una primera idea de ella.

Reseña: Abarca fundamentalmente una breve referencia a los orígenes del negocio, su objeto social actual y su actividad principal.

Racionalidad de la Calificación: Se expresan los sustentos de la Calificación como son los aspectos financieros del emisor, la calidad de la gerencia, la capacidad de los patrocinadores, etc. En este apartado se señala, en su caso, apoyos adicionales con que cuenta la emisión y que se toman en consideración para la Calificación cuando las emisiones pertenecen a compañías que por su tipo de actividad, su calidad de activos o por alguna otra circunstancia determinada, se emiten con alguna garantía y/o resguardo como apoyo a las propias emisiones. Estas garantías y/o resguardos en ocasiones sirven para igualar las condiciones entre los diferentes créditos que posee la empresa o bien para que la administración ponga especial esmero en cumplir con los lineamientos de la emisión, con objeto de evitar costos mayores.

Existen garantías y/o resguardos que por sus propias características, de monto plenamente identificable, solidez y liquidez absoluta, proporcionan un gran respaldo a la emisión y por lo tanto se les da una ponderación alta. Entre éstos sobresalen los siguientes: cartas de crédito o líneas irrevocables de crédito otorgadas por bancos de reconocida solvencia, fianzas de crédito que cumplan con características adecuadas proporcionadas por instituciones autorizadas, fideicomisos de depósito y administración de valores dados en prenda, entre otros.

Existen además garantías y/o resguardos que por no tener un valor conocido determinado en el tiempo, carecer de liquidez o incluso de suficiente contundencia legal para disponer de ellos con rapidez, no reciben la misma ponderación. De los anteriores podemos mencionar: hipotecas sobre diferentes clases de bienes, diversos tipos de activos dejados en garantía mediante fideicomisos, avales de personas físicas, etc.

En todos estos casos, la Calificación pretende evaluar el riesgo crediticio en primera instancia, basada en los aspectos fundamentales del negocio y sólo como complemento adicional, y en ocasiones sólo con el objeto de poseer una posición similar o mejor a la de otros acreedores, se busca integrar la emisión con alguna garantía y/o resguardo de los mencionados. Resulta conveniente diferenciar entre la Calificación a emisiones y a emisores. Así, un mismo emisor con varias emisiones pudiera tener diferentes Calificaciones para cada una, dependiendo de las diferentes garantías y/o de los resguardos con que cada una de ellas pudiera contar.

Desarrollos recientes: Se intenta explicar al mercado las ocurrencias recientes que por su importancia son trascendentes para los inversionistas. Entre estas se puede citar planes de inversión y de financiamiento, cambios en estrategias, ingreso a nuevos mercados o ingreso de nuevos competidores, cambios en la gerencia o en la propiedad, cambios en aspectos normativos que afecten al sector o a la empresa, etc.

Operaciones: Pretende proporcionar una perspectiva general del emisor, describiendo algunos de los elementos importantes con los que desarrolla sus actividades, como las instalaciones de que dispone, clientes y mercados que atiende, tecnología con que cuenta, capacidades instaladas y utilizadas, personal ocupado y el tipo de relaciones que posee. En general, en esta sección se busca esquematizar lo que es propiamente la estructura operativa del emisor.

Finanzas: Este apartado busca describir la situación financiera de la institución de manera sencilla, procurando hacer alusión, en lo posible, a las cifras y ratios de las secciones anteriores. El fin es enfocar al lector a los puntos relevantes del negocio, las fortalezas y debilidades del mismo, sin perder de vista el objeto central, que es el resaltar los indicadores de la capacidad del emisor de cumplir adecuada y puntualmente con los compromisos adquiridos con la emisión. El análisis podrá complementar con anexos de estados e indicadores financieros completos.

Mayores riesgos y oportunidades: En esta sección, se presentan los elementos, que en un momento determinado pueden incidir negativamente en la capacidad de servicio de las emisiones. Por otro lado, se presentan oportunidades que pueden incidir favorablemente en el futuro de dicho negocio. Todas las instituciones están sujetas a presiones financieras que se agudizan esporádicamente dependiendo de diversas circunstancias, tales como los ciclos económicos, adquisiciones o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc. Hechos como éstos pueden, bajo ciertas circunstancias, incrementar o suavizar temporalmente el riesgo financiero de las empresas.

Procedimientos de Calificación de riesgo de bancos e instituciones financieras

El enfoque utilizado por PCR en el análisis del riesgo de crédito de bancos e instituciones financieras tiene como objetivo determinar el riesgo de crédito de largo plazo de cada institución. Tomando en cuenta este objetivo, el ejercicio analítico que se realiza al efectuar la Calificación de riesgo se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, a fin de determinar la probabilidad de que la deuda o los intereses que ésta devenga, sean pagados de acuerdo a los montos y plazos pactados originalmente con los acreedores.

Los aspectos cualitativos de nuestro análisis son extremadamente importantes. Estos factores son críticos para ver "más allá de las cifras", y juegan un papel importante en la evaluación de las fortalezas y debilidades intangibles de una institución. Una estrecha relación de trabajo con la administración del banco o financiera es de suma utilidad para poder realizar una adecuada evaluación de los factores cualitativos.

El tamaño de la institución no es, por sí solo, un factor dominante en la decisión de Calificación. Creemos más bien que un enfoque individualizado es más apropiado, debido a las diferencias por ejemplo, en el control y en los procedimientos de la gestión de riesgos, además de otras fortalezas y debilidades competitivas de cada institución.

La base para la evaluación de los aspectos cuantitativos es un énfasis en principios fundamentales. Procedimientos detallados de revisión analítica proporcionan impresiones claras acerca de la rentabilidad histórica y de la situación financiera actual de las instituciones. El paso siguiente consiste en el desarrollo de expectativas respecto de los resultados financieros esperados para cada institución. Dichas expectativas sirven de referencia para evaluar la estabilidad de la Calificación en el largo plazo.

I. Análisis de la industria

El punto de partida en cualquier proceso de Calificación es un estudio de la fortaleza de la industria. Este enfoque, a partir de lo más general se va acercando a los aspectos más particulares de la institución. Su importancia se incrementa mientras mayor sea la influencia de los factores propios de la industria sobre los resultados de las instituciones individuales que la componen. En un ambiente de cambios políticos, reglamentarios y de mayor competencia, los distintos elementos que inciden en el desarrollo de la industria son una pieza importante en nuestro análisis.

La capacidad relativa de la industria en comparación con otras para atraer capital tiene implicancias obvias en su crecimiento y competitividad. Adicionalmente, la capacidad de entregar un retorno adecuado a los inversionistas, comparado con otras industrias, tendrá influencia en decisiones de gestión, tales como el nivel de endeudamiento y el perfil de riesgo de la industria.

Obviamente, los aspectos reglamentarios en torno a la industria son un área importante de estudio. Los bancos han sido considerados históricamente como instituciones especiales, debido a la importancia de su papel como intermediarios. La protección de los depositantes es un factor crítico para mantener la confianza en el sistema bancario.

La industria bancaria tanto en Latinoamérica como en el resto del mundo está siendo afectada, sin duda, por eventos tales como la globalización de los mercados financieros, la desregulación geográfica y de la demanda, la rentabilidad de los productos bancarios tradicionales, y por la desintermediación financiera, por nombrar algunos ejemplos. Un aspecto importante de nuestro análisis es clasificar el grado en que las distintas instituciones están preparadas para responder y operar en este ambiente de cambios.

II. Riesgo del negocio

Históricamente la industria bancaria ha presentado resultados que generalmente siguen el ciclo económico. Debido a la homogeneidad del negocio bancario, que consistía básicamente en juntar depósitos y generar préstamos, en el pasado la susceptibilidad al ciclo económico era el factor principal a ser considerado en la determinación del riesgo del negocio. La calidad de los préstamos y la demanda se veían afectadas cuando la economía decaía, con un deterioro paralelo en cuanto a rentabilidad. Luego, cuando la economía se reponía, esto redundaba rápidamente en una mejora en la condición financiera de las instituciones.

Sin embargo, se puede observar que el comportamiento financiero de los bancos ya no está tan estrechamente vinculado al ciclo económico como en épocas pasadas. La frecuencia de fracasos bancarios y el gran número de bancos que figuran en listas reglamentarias como "bancos con problemas", aún durante periodos de auge en el ciclo económico, indica que puede haber problemas serios dentro de la industria, aún durante épocas en que priman las condiciones económicas favorables. La ingeniería financiera ha creado todo un nuevo grupo de productos bancarios con su propio conjunto de riesgos específicos. Actualmente se estima que un banco puede influir en forma significativa en el nivel de riesgo financiero que decida asumir.

PCR busca identificar los riesgos inherentes en los productos y estrategias de la institución financiera, y determinar si existe una compensación adecuada hacia la institución por tales riesgos. Asimismo, es fundamental la evaluación de la habilidad y el éxito de la gerencia en identificar, controlar y revisar tales riesgos. Una concentración excesiva dentro de la cartera de préstamos, un crecimiento rápido y continuado de las colocaciones, por citar dos ejemplos, constituirían señales de alerta, y por lo tanto merecerían una investigación más a fondo.

III. Riesgo financiero

La flexibilidad del balance ha emergido como un factor crítico en la estimación del riesgo financiero. Un balance flexible debe permitir a una institución sobrevivir con seguridad a interrupciones momentáneas en la captación de fondos y al deterioro de su cartera dentro de márgenes razonables, manteniendo simultáneamente estándares de rentabilidad adecuados. En esta etapa el análisis cuantitativo toma considerable importancia.

III.1 Descripción del análisis cuantitativo

Se presenta a continuación una lista de los factores más importantes que utiliza PCR en su análisis cuantitativo de bancos e instituciones financieras. Este análisis se dirige hacia las siguientes áreas¹:

III.1.1. Capital

El análisis que realiza en esta materia PCR se concentra en el capital tangible y en la capacidad del banco para construir una sólida base de capital a través de la retención de utilidades. El nivel de capital relativo al riesgo de la cartera de colocaciones es un factor fundamental en la determinación del riesgo crediticio, no sólo porque una mayor proporción de capital permite absorber mayores pérdidas en los activos, sino también porque permite a las instituciones aprovechar oportunidades atractivas cuando éstas se presentan.

Los principales indicadores considerados en este aspecto son los siguientes:

- * Endeudamiento Patrimonial

¹Los índices mencionados son sólo algunos ejemplos de las razones financieras generalmente utilizadas en el análisis cuantitativo.

- * Endeudamiento del Activo Total
- * Endeudamiento a ingresos totales
- * Apalancamiento Global por riesgo crediticio y de mercado
- * Suficiencia Patrimonial
- * Tier One Capital
- * Tasa Interna de Generación de Capital
- * Deuda Subordinada/Capital y Reservas
- * Pago Deuda Subordinada/Excedente
- * Deuda Total/Capital y Reservas

Ningún nivel realista de capital puede evitar la caída de una institución mal administrada. Sin embargo, una base de capital sólida otorga a la administración los medios financieros para tomar decisiones prudentes en cuanto a diversificación de alternativas de financiamiento, provisiones ante pérdidas, políticas de dividendos, constitución de reservas, aportes de los accionistas, entre otros.

III.1.2. Calidad de activos

La fuente primaria de variabilidad en la solvencia de un banco es la calidad y composición de sus activos. En este sentido, un elemento fundamental en el proceso de Calificación es la revisión de la calidad de la cartera de colocaciones.

El análisis se inicia con una revisión de los indicadores históricos y actuales de calidad de cartera de la institución. A continuación, se profundiza en los mecanismos utilizados en el proceso de administración de los créditos. Es fundamental evaluar el proceso de originación de colocaciones, aprobación, y monitoreo. Asimismo, el análisis contempla la revisión de la política de aprovisionamiento, los mecanismos de recuperación de créditos problemáticos, entre otros aspectos relacionados con la calidad de la cartera de colocaciones.

Adicionalmente, se identifican concentraciones por tipo de préstamo, tipo de deudor, área geográfica y vencimiento.

Los principales indicadores utilizados en esta materia son los siguientes:

- * Cartera Pesada/Colocaciones Brutas
- * Cartera Deteriorada/Colocaciones Brutas
- * Nivel de Provisiones/Cartera Pesada
- * Nivel de Provisiones/Cartera Deteriorada
- * Provisiones/Gastos Totales
- * Cartera Pesada neta de Provisiones/Patrimonio Contable
- * Cartera Pesada neta de Provisiones/Patrimonio Efectivo
- * Razón de provisiones voluntarias.
- * Castigos sobre colocaciones promedio.

En el análisis de los indicadores se considera la evolución histórica, los estándares de la industria y las tendencias proyectadas. La interrelación de los distintos ratios es también importante. Por ejemplo, una disminución en los créditos castigados puede no ser señal de fortaleza si las colocaciones vencidas están aumentando simultáneamente.

Cabe indicar que el análisis de la calidad de los activos también considera la evaluación de las inversiones de la institución, el manejo de efectivo (cash management) y en general de los diversos activos rentables.

III.1.3. Administración de activos y pasivos

Un aspecto crítico en el análisis del financiamiento de las instituciones es el equilibrio entre los activos y pasivos tanto por vencimiento como por su sensibilidad a la tasa de interés (conocidos como GAP de liquidez y de tasa de interés). Adicionalmente, es importante analizar el manejo del riesgo cambiario, y el calce entre los activos y pasivos en diferentes monedas. PCR evalúa estas cifras para poder detectar cambios abruptos indicativos de eventuales problemas.

Los principales indicadores considerados son los siguientes:

- * Calce por moneda.
- * Calce por plazo.
- * Calce de activos y pasivos susceptibles a cambios en la tasa de interés.

Algunos grupos gerenciales adoptan una postura más agresiva que otros en cuanto al riesgo que consideran aceptable en cuanto a liquidez, la tasa de interés o tipo de cambio. En este sentido, es indispensable evaluar las herramientas con que cuenta la institución para medir y gestionar adecuadamente los riesgos que decide asumir.

III.1.4. Rentabilidad

Un factor clave en la evaluación de la viabilidad a largo plazo de cualquier organización es su rentabilidad. La capacidad de generar recursos propios para apoyar el crecimiento de la empresa es vital para cualquier institución. Por consiguiente, una revisión de la rentabilidad esperada y de la política de dividendos forma parte integral de nuestro análisis.

El análisis contempla ajustes a las utilidades netas, de manera de extraer sólo aquella parte de los ingresos y los costos que son sostenibles en el tiempo. Algunos aspectos importantes, más allá del nivel absoluto de rentabilidad, son la continuidad en la generación de excedentes y las tendencias esperadas en relación con otras instituciones similares. Los principales índices considerados son los siguientes:

- * ROE
- * ROA
- * Margen de interés neto
- * Rentabilidad de los ingresos totales
- * Gastos Totales/Ingresos Financieros
- * Gastos No Financieros/Gastos Totales
- * Gastos Administrativos/Gastos Totales
- * Otros Indicadores de Eficiencia

En lugar de establecer parámetros rígidos de rentabilidad para cada categoría de Calificación, PCR analiza el grado de éxito de la organización en aprovechar las relaciones de riesgo/retorno que se producen comúnmente en cada uno de los negocios claves. De esta manera, se espera que las estrategias de alto riesgo obtengan una rentabilidad también más elevada sobre el promedio. Al mismo tiempo, instituciones que eligen una combinación de bajo riesgo/bajo retorno se clasifican sobre esa base.

III.1.5. Liquidez y financiamiento

La solidez de la base de financiamiento de un banco puede ser el factor crítico para determinar la sobrevivencia de la institución en escenarios difíciles. Simultáneamente, dicha base proporciona apoyo financiero y flexibilidad para

favorecer el crecimiento. La solidez se manifiesta a través de un alto y sostenido nivel de depósitos, de un bajo nivel de dependencia de grandes depósitos proporcionados por otras instituciones financieras y otros fondos mayoristas, y a través de la desconcentración de fuentes de financiamiento.

Es fundamental que la institución mantenga niveles de liquidez adecuados en términos relativos a la volatilidad de sus depósitos y fuentes de financiamiento. En este sentido, es importante que exista un plan de acceso a fondos líquidos ante escenarios de stress de diversos grados que permitan a la institución superar exitosamente las situaciones difíciles.

Los principales indicadores utilizados en esta materia son los siguientes:

- * Disponible más Inversiones líquidas/Depósitos Totales
- * Depósitos Totales/Colocaciones.
- * Activos líquidos/Activos Totales
- * Depósitos vista/Depósitos totales.

La evaluación de la capacidad de financiamiento de una institución normalmente requiere una comprensión del mercado de depósitos local y del grado de disciplina de mercado, asociado a la existencia de garantías explícitas o implícitas a los depositantes.

Los índices presentados son solamente una muestra del tipo de indicadores cuantitativos empleados en el análisis de bancos e instituciones financieras. En el proceso de Calificación, ningún aspecto aislado tiene prioridad. Una fortaleza en un área puede compensar una debilidad en otra. Por ejemplo, una institución altamente rentable, con buena calidad de activos, puede ser capaz de operar con niveles más altos de endeudamiento, o con menos provisiones. Es el equilibrio global de la institución el que está representado por la Calificación de PCR.

Es importante señalar que el análisis cuantitativo es dinámico y no estático. La naturaleza dinámica se recoge a través del análisis de variaciones sobre la base de indicadores de crecimiento trimestrales y anuales asociados a los cinco grandes aspectos cuantitativos presentados en esta sección.

Lo anterior es complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el emisor tales como variaciones en las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, deterioro razonable de la calidad de cartera, restricciones de liquidez, entre otros.

III.2. Administración

Una de las áreas de mayor complejidad e importancia en nuestro proceso de Calificación es el análisis de la calidad de la gestión del equipo gerencial y sus estrategias para administrar la institución. A largo plazo, el rendimiento financiero de la institución refleja las capacidades de las personas responsables de la dirección de la empresa. Las organizaciones bien llevadas se caracterizan generalmente por una estructura gerencial sólida y estable. No se utiliza un modelo cuantitativo para medir la calidad de la gestión. Sin embargo, la evaluación de la administración sigue siendo crítica en las decisiones de Calificación de PCR.

IV. Características contractuales de los instrumentos

A pesar de que PCR enfatiza la solidez de la institución al evaluar su solvencia, el orden de prelación del título en la estructura de deuda es un aspecto que recibe gran atención, debido a los niveles de endeudamiento con que opera la industria bancaria.

Manual de Calificación de Riesgo

Es fundamental establecer el orden de prelación en el pago de determinado instrumento frente a los demás pasivos de la institución, incorporando consideraciones legislativas y contractuales.

Por ejemplo, en una estructura de holding, las obligaciones de las filiales tienen prioridad sobre las de la sociedad matriz. Esto refleja el hecho de que el pago del interés y del capital por la sociedad matriz depende muchas veces de fondos que son transferidos por las filiales operativas a través de dividendos generados luego del pago de sus propias deudas.

El nivel de "doble endeudamiento" (deuda introducida como patrimonio a las filiales) utilizado por la sociedad matriz tiene un efecto significativo en su perfil de riesgo. El "doble endeudamiento" significa que la sociedad matriz depende de dividendos en efectivo a recibir de las filiales para responder al servicio de la deuda. Si el pago de dividendos está restringido debido a problemas de capital en las filiales, el flujo de caja de la sociedad matriz puede verse seriamente perjudicado. Por lo tanto, un alto grado de "doble endeudamiento" se visualiza generalmente como un elemento de riesgo adicional a considerar en la decisión de Calificación.

Metodología de Calificación de acciones

La Calificación de acciones tiene por objetivo medir el riesgo total de un título accionario. Dicho riesgo puede ser resumido como la variabilidad futura del retorno total (apreciación más dividendos) obtenido por los accionistas de una empresa. El riesgo total de un título accionario depende tanto del desarrollo de la propia empresa, su posición competitiva y su condición financiera, como de las fluctuaciones del mercado en general, de los desarrollos de la industria y otras variables.

Otra medida de riesgo accionario comúnmente utilizado es el llamado beta. El beta es utilizado en la literatura de finanzas para denotar la sensibilidad del precio de una acción ante fluctuaciones en el mercado accionario general. Como tal, el Beta es una medida de volatilidad o riesgo. Sin embargo, el Beta no mide el riesgo total de una acción, sino que sólo una parte de éste, que corresponde al riesgo de mercado, también conocido como riesgo no diversificable. Así, Beta constituye una adecuada medida para el riesgo de una acción sólo para aquellos inversionistas que mantienen portafolios ampliamente diversificados.

I. Criterios de análisis

La Calificación de acciones contempla diez diferentes etapas de análisis, las cuales en su conjunto determinan la Calificación final de los títulos accionarios. La metodología incluye un análisis cualitativo y cuantitativo, tanto de la empresa como de las características particulares de los títulos.

A continuación se describe brevemente cada una de las variables consideradas:

I.1. Tamaño: La experiencia internacional muestra que los precios de empresas pequeñas tienden a ser más volátiles que los precios de empresas grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este tipo de empresas, y por otro, la mayor vulnerabilidad de las empresas pequeñas ante eventos o situaciones adversos.

I.2. Historia: Siguiendo una línea de argumentación similar a la anterior, es sabido que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de empresas que no les son familiares o de las cuales disponen de menos información. De esta manera, las empresas recientemente constituidas y aquellas que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus títulos accionarios, en comparación con aquellas empresas que cuentan con más años de historia.

I.3. Variabilidad de los precios: En el entendido de que la historia podría ser un predictor del futuro, la metodología de Calificación contempla el estudio de la variabilidad de las series históricas de precios de los títulos accionarios.

I.4. Predictibilidad de los resultados: Aquellas empresas cuyos resultados son más predecibles, ya sea porque su línea de negocios es simple, porque se encuentran en una industria muy estable, o por cualquier otra razón, tendrán probablemente también precios más estables para sus acciones. En efecto, será más sencillo para los analistas y para el mercado en general interpretar los efectos de los nuevos acontecimientos sobre el valor de la empresa, de manera que éstos sean incorporados a los precios en su correcta dimensión, otorgando de esta manera un mayor grado de estabilidad a las cotizaciones.

I.5. Situación financiera de la empresa: Las empresas más rentables y de menor endeudamiento están generalmente mejor preparadas para hacer frente a situaciones adversas, tales como un ciclo recesivo, una caída transitoria en el precio de sus productos, etc. De esta manera, las empresas financieramente sanas, ofrecen un grado de seguridad adicional a sus acreedores y accionistas respecto de su capacidad para permanecer en el mercado en el largo plazo. La evaluación en esta sección se realiza utilizando la metodología que corresponda, siguiendo los lineamientos del presente Manual de Calificación para instituciones financieras, no financieras o compañías de seguros.

I.6. Indicadores de mercado: Existen ciertos indicadores comúnmente utilizados por los inversionistas para valorar las empresas, tales como la relación precio/utilidad, el rendimiento de los dividendos y la relación del valor en libros al valor de mercado de la empresa, que pueden también ser utilizados como medidas indirectas del riesgo de invertir en una empresa determinada.

I.7. Riesgo del negocio: Hay ciertos factores intrínsecos a un tipo de negocio, tales como el riesgo de la industria en que participa, la regulación que los afecta, el grado de competitividad, entre otros. Todos ellos deben ser cuidadosamente analizados pues afectan directamente el riesgo de las acciones de la empresa en relación a otras.

I.8. Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo: Un buen plan estratégico, en conjunto con un adecuado equipo gerencial, puede producir grandes diferencias en los resultados de empresas de similares características. Las empresas que cuenten con personal preparado y con estrategias claramente definidas, tendrán mayor probabilidad de mostrar una tendencia creciente en los precios de sus acciones.

I.9. Liquidez de los títulos en el mercado: La liquidez es importante en el análisis debido a que mientras mayor sea, menor será la pérdida que tendrá que afrontar un inversionista que requiera liquidar rápidamente una posición accionaria en una empresa en particular. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado de una acción refleje el verdadero valor económico de la empresa.

I.10. Propiedad accionaria: Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad accionaria de una empresa que pueden influir en la estabilidad de cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad de la empresa, la transacción de los títulos accionarios en bolsas internacionales (ADR) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria de la empresa, son todos factores que, a nuestro juicio, contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicha empresa en el mercado.

II. Interpretación de los resultados

Los criterios de análisis presentados previamente son un conjunto de herramientas diseñadas para permitir a PCR formarse una opinión sobre la volatilidad o riesgo esperado de un título accionario desde un enfoque de largo plazo.

Como tal, los resultados de la Calificación no pueden interpretarse como una recomendación de compra o venta de un determinado título. Sin embargo, constituyen un elemento complementario fundamental para las decisiones que deben tomar los inversionistas.

Como se sabe, la decisión de inversión se basa al menos en dos elementos: riesgo y rentabilidad. La Calificación de riesgo de acciones nada dice respecto de la rentabilidad

Manual de Calificación de Riesgo

futura o esperada de una acción, por lo que la opinión de riesgo no puede asociarse de manera alguna a un nivel de rentabilidad.

Sin perjuicio de lo anterior, consideradas como grupo, se espera que las acciones clasificadas en Nivel 1 y 2 tiendan a caer menos de precio que el promedio del mercado cuando se produzcan períodos de depresión generalizada de las cotizaciones bursátiles.

Procedimientos generales de Calificación de bonos

La Calificación de bonos está constituida por dos etapas: el análisis previo y los procedimientos normales de Calificación de bonos.

I. Análisis previo

Antes de la aplicación de los procedimientos normales de Calificación, se verificará si el emisor presenta información representativa y suficiente, según los patrones de Calificación contemplados. El análisis previo está destinado a que ambas características de la información presentada se cumplan, en cuyo caso se podrá aplicar los procedimientos de Calificación. Se entenderá por información representativa aquella que permite inferir razonablemente la situación financiera del emisor.

II. Procedimiento de Calificación de bonos

La Calificación de riesgo de bonos comprenderá tres etapas: la Calificación preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor; el análisis de las características del instrumento y la Calificación final del instrumento, que combina la Calificación preliminar con el resultado del análisis de las características del instrumento.

II.1. Determinación de la Calificación preliminar

Sobre la base del análisis de aspectos cuantitativos y cualitativos, el comité de Calificación asignará al título una categoría de riesgo. En aquellos casos en que se observe un incumplimiento efectivo en el pago de intereses o capital, o en que haya un requerimiento de quiebra en curso, automáticamente se procederá a clasificar en categoría DD.

Para determinar la Calificación preliminar, se considerará, entre otros, los siguientes aspectos:

II.1.1. Características de la industria

- a) Fase en que se encuentra la industria: en crecimiento, estable o decreciente.
- b) Sensibilidad de la industria y rapidez de ajuste ante cambios en comportamiento general de la economía: precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Bruto Interno, regímenes tarifarios, entre otros.
- c) Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia: localización de la competencia (regional, nacional o internacional), identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.), existencia de normas que otorguen algún grado de protección, entre otros.
- d) Existencia de mercados potenciales.
- e) Caracterización de los productos ofrecidos por la industria: bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios, bienes de consumo (muchos contratos pequeños), servicios.
- f) Identificación de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.
- g) Características de los proveedores de la industria: disponibilidad de materias primas e insumos, volatilidad de la oferta, probabilidad de que la industria se vea

expuesta a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas, entre otros.

- h) Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida, regulaciones especiales (tributarias, tarifarias, de propiedad u otras); concentración geográfica de los centros de producción, rapidez de la incorporación de los cambios tecnológicos en los procesos productivos, análisis de la fortaleza de la organización sindical y de los sistemas de negociación colectiva, entre otros.

II.1.2. Posición de la empresa en su industria

- a) Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.
- b) Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios que ofrece la empresa. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.
- c) Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.
- d) Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios, políticas de inversión en investigación y desarrollo, entre otros.
- e) Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.

II.1.3. Indicadores de la situación financiera del emisor

Algunos criterios importantes para la evaluación de la situación financiera del emisor son:

- a) Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.
- b) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.
- c) Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes en relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, entre otros.
- d) Flujos de caja: proyección de los flujos de caja para un período considerado como razonable.
- e) Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.
- f) Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los del pasivo circulante.
- g) Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.
- h) Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos, así como las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.
- i) Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.

- j) Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.
- k) Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, 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 empresa.
- l) Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.
- m) Operaciones con personas relacionadas: análisis de las condiciones y montos de los contratos y transacciones realizadas entre la empresa y personas relacionadas, y su importancia en el total de las operaciones.

El análisis de los diversos componentes de la situación financiera del emisor es también de naturaleza dinámica a través del análisis de variaciones que contempla los crecimientos trimestrales y anuales de los diferentes indicadores.

Lo anterior será complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el emisor tales como variaciones en las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, entre otros.

En el caso de emisiones de bonos realizados por instituciones financieras, los criterios de análisis presentados complementan la metodología de Calificación de instituciones financieras a fin de determinar la situación financiera del emisor.

En el análisis de bonos que sean emitidos por empresas en las cuales más del 50% de sus ingresos provengan de operaciones de leasing, se dará especial importancia al análisis de factores tales como:

- * Diversificación de las inversiones en leasing por activos adquiridos: análisis de la proporción de las inversiones en distintos activos (maquinarias, vehículos, equipos computacionales, edificios, etc.). Para determinar el riesgo del indicador deberá también tenerse en cuenta el riesgo de obsolescencia tecnológica, mercado de reventa de los equipos, entre otros.
- * Diversificación por sector económico: análisis del riesgo incurrido por la empresa producto de una mayor concentración en sectores riesgosos, ya sea por la situación económica de dichos sectores o su vulnerabilidad frente a cambios económicos, políticos, etc.
- * Diversificación por número de deudores: análisis de la proporción de deudas que tienen los distintos clientes de la empresa con el objeto de detectar deudores o grupos económicos que por su importancia relativa pudieran afectar la solvencia de la compañía.
- * Diversificación por leasing financiero y operacional: análisis de la proporción de las inversiones destinadas a leasing financiero y operacional. Subcontratación de la mantención o mantención directa.
- * Porcentaje de contratos de leasing que son producto de operaciones de leaseback.

II.1.4. Características de la administración y propiedad

Se analizará entre otras:

- * La preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones

- * La estructura de la organización
- * Los sistemas de administración y planificación
- * Los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial
- * Los antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo, se analizará la propiedad y se tomarán en cuenta aspectos tales como:

- * Concentración de la propiedad
- * Antecedentes financieros de los propietarios
- * Influencia sobre el control y la toma de decisiones
- * Intereses de los principales accionistas en relación con el comportamiento de la empresa
- * Grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserto el emisor
- * Importancia estratégica de dicho grupo
- * Cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio, y que no estuviese incluido en las secciones anteriores.

II.1.5. Racionalidad del producto o servicio

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio se considerará, entre otros, los siguientes aspectos:

- * Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado, la concentración de la demanda, la sensibilidad de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto se evaluará la penetración a un nuevo mercado, la existencia de un producto y mercado desarrollado, la evolución esperada del mercado a futuro, la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.
- * Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas relativas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus obligaciones crediticias. Entre los factores determinantes del costo de operación del emisor, se considerará, por lo menos, los siguientes:
 - * Las condiciones de abastecimiento de materias primas, la localización respecto a centros de oferta, la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico, la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.
 - * Las características de la tecnología, y en particular, el grado de conocimiento y la estandarización de las tecnologías que se emplearán.
 - * La disponibilidad de infraestructura básica para la operación a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.
 - * La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.
 - * Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

En el caso de los *empresas sin historia*, adicionalmente se tomarán en consideración los siguientes factores:

- a) Seguros y garantías del proyecto. Se analizará la existencia de mecanismos de resguardo contra los riesgos de construcción, financiamiento y funcionamiento del proyecto.
- b) Experiencia y motivación de los patrocinadores. Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se considerará que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo. Los proyectos en los cuales los patrocinadores tienen interés en incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial tendrán, en general, un riesgo relativo mayor. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto. Se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador. En el evento que se produzcan cambios en la administración o en la propiedad del emisor, deberán evaluarse los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.
- c) Experiencia y capacidad financiera de los contratistas. En caso de realizarse obras de infraestructura física, se analizará la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo al presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y que tengan experiencia en obras similares.

II.2 Determinación de la Calificación final

En la Calificación final se tomará como antecedente básico la categoría asignada en la Calificación preliminar, con el objeto de mantenerla o modificarla una vez evaluadas las características del instrumento.

Para estos efectos se verificará si el instrumento cuenta con garantías adicionales, en cuyo caso la Calificación preliminar podrá mejorarse. De lo contrario deberá determinarse si existen resguardos suficientes, en cuyo caso la Calificación final corresponderá a la preliminar. Si no hubiera resguardos, o éstos fueran considerados insuficientes, la Calificación preliminar podrá reducirse.

A continuación se resume los criterios de determinación de la Calificación final para un determinado instrumento, los cuales serán aplicados en cada oportunidad en función de lo que resuelva el comité de Calificación:

- a) La Calificación final podrá bajar de categoría respecto a la Calificación preliminar si el instrumento no contara con resguardos suficientes ni garantías suficientes.
- b) La Calificación preliminar se mantendrá si el instrumento contara con resguardos suficientes, y no gozara de garantías adicionales.
- c) La Calificación final podrá subir de categoría respecto de la Calificación preliminar cuando el instrumento contara con garantías adicionales.

Con todo, en el caso de las categorías de riesgo que van entre AA y CCC, el comité de Calificación podrá resolver agregar los símbolos (+) y (-), para distinguir entre aquellos casos en que el riesgo del título se encuentra en el rango superior o inferior de la categoría en cuestión.

Para los efectos de evaluar las características del instrumento se considerarán los resguardos y las garantías.

II.2.1. 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, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

Dependiendo de las características de la sociedad, del giro de sus negocios o de su administración y propiedad, serán diferentes los resguardos que se considerará como más relevantes. Los resguardos serán suficientes si, a juicio del comité de Calificación, constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos. En todo caso, se clasificará la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, examinando entre otros, aquellos que:

- a) Obligan al emisor a no superar cierto grado de endeudamiento.
- b) Comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados o, en su defecto, le prohíben caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales, al menos proporcionalmente equivalentes en favor de los tenedores de bonos. Este resguardo será exigible en caso que la emisión que se clasifique no dispusiera de garantías suficientes.
- c) Establecen que el pago de capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagara oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos. Para estos efectos, se considerará que una obligación es importante si representa más de un 3% de los activos totales individuales del emisor.
- d) Aseguren que se podrá exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordara la reducción del plazo de duración de la sociedad y éste fuere menor que el plazo para el vencimiento de los bonos; o si se produjera la disolución anticipada de la sociedad.
- e) Establecen los procedimientos a seguir en caso de fusión, transformación o división de la sociedad emisora, o cuando la sociedad hiciera aportes a sociedades, que afectaran en forma significativa la estructura de los activos del emisor.
- f) Obligan al emisor a mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales. El emisor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de esta condición por parte de sus filiales.
- g) Establecen restricciones respecto de inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor. El deudor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de estas restricciones por parte de sus filiales.

II.2.2. Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, entre otros, y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Para que las garantías de un instrumento sean consideradas suficientes, se analizará, al menos, lo siguiente:

- a) que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables.
- b) que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios, y
- c) que en caso de corresponder a prenda sobre contratos de leasing, se hubiese constituido dicha prenda sobre los bienes arrendados, a favor de los correspondientes arrendatarios; y si para el pago del arrendamiento estipulado en el contrato de leasing se han aceptado letras de cambio, que éstas se hayan entregado en prenda conjuntamente con el contrato a que corresponden.

En la evaluación de las garantías personales se analizará los siguientes aspectos:

- a) Capacidad crediticia y de pago pasada, actual y futura del garante.
- b) Existencia de beneficio de excusión u otras circunstancias que permitan al garante evitar o postergar el ejercicio de la garantía.
- c) Otras garantías reales o personales otorgadas por el garante.
- d) En caso de garantías personales otorgadas por personas jurídicas sujetas a Calificación, deberá considerarse la Calificación que se les haya asignado.
- e) Cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de las garantías personales.
- f) Expectativas de vida física o institucional del garante.

Calificación de bonos, bonos convertibles y de acciones de proyectos y de empresas que tengan menos de tres años de historia representativa

Aspectos generales

Los bonos de empresas públicas y privadas que tengan menos de tres años de existencia o menos de tres años de historia representativa, los bonos emitidos por dichas empresas que sean convertibles en acciones y las acciones del capital social de dichas empresas, se clasificarán de acuerdo a las disposiciones de la presente sección.

Las disposiciones contenidas en la presente sección, en cuanto requieran información pública de las sociedades emisoras de los instrumentos, sólo serán aplicables cuando dicha información haya sido exigida por los respectivos órganos supervisores.

Para los efectos de la Calificación de instrumentos emitidos por empresas que hayan iniciado la operación comercial del proyecto, sólo se deberá considerar las variables incidentes en el riesgo de no pago del capital e intereses pactados y la liquidez del título en el mercado.

Las proyecciones de flujos y los cálculos de indicadores financieros que se realicen para evaluar estas empresas, deberán considerar la información histórica disponible, utilizándola para verificar y eventualmente corregir, los supuestos usados en las proyecciones iniciales.

I. Solvencia del Emisor

La solvencia del emisor se clasificará en categorías A+ o menor. La categoría A+ será la de mayor solvencia, la que disminuirá progresivamente hasta la categoría DD, que será la de menor solvencia.

El análisis de la **solvencia del emisor** deberá considerar los siguientes aspectos:

- a) Racionalidad económica;
- b) Estructura financiera del emisor;
- c) Otras características del emisor que incidan en el riesgo de crédito, tales como seguros, regulaciones tarifarias, y otras;
- d) Experiencia y motivación de los patrocinadores, y
- e) Experiencia y capacidad financiera de los contratistas.

Cada uno de los aspectos señalados deberá clasificarse en alguno de los siguientes niveles: 1, 2, 3 y 4. Se asignará el nivel 1 a los aspectos que representen un bajo riesgo para la solvencia del emisor, el que aumentará progresivamente hasta alcanzar el nivel 4, que representará el mayor riesgo.

No obstante lo señalado en los incisos precedentes, para los efectos de determinar la categoría de la solvencia del emisor, se deberá considerar la capacidad de pago de quienes aseguran la terminación del proyecto y de quienes garantizan algún otro aspecto relevante de los negocios del emisor, sin la cual no pueda concluirse que la Calificación de solvencia sea distinta de categoría DD.

I.1. Racionalidad Económica

Para analizar la racionalidad económica se evaluará la rentabilidad operacional de los activos del emisor, independientemente de las características del financiamiento. Se deberá efectuar un análisis de los factores internos y externos al emisor, que determinan sus flujos de ingresos y costos, su predictibilidad y estabilidad en el tiempo.

Se deberá analizar los riesgos de la inversión, el sector económico en que se desarrolla el proyecto y la racionalidad del producto o servicio. Adicionalmente, se deberá realizar un análisis de sensibilidad de los indicadores de rentabilidad esperada del emisor, para determinar la estabilidad de los mismos.

Con relación a los riesgos del proyecto, deberá analizarse tanto la posibilidad de aumento de los costos de inversión y de retraso del período de iniciación de operaciones, como el grado de cumplimiento del programa de inversión. Cuando se trate de proyectos en que el monto de la inversión esté sujeto a una alta variabilidad, será determinante para la Calificación de la racionalidad económica la existencia de auditorías realizadas por empresas de prestigio, independientes de los patrocinadores del proyecto que avalen la calidad y predictibilidad de los montos de inversión proyectados, o de seguros que cubran los aumentos de costos inesperados.

Asimismo, deberá analizarse los resguardos y/o garantías que pudieren otorgar los patrocinadores, contratistas u otros, que permitan asegurar que el proyecto será construido en tiempo y forma, y que la capacidad y rendimiento del diseño sean alcanzados durante la etapa de operación del proyecto.

Cuando se analicen proyectos con un alto componente de ingeniería y obras civiles, se deberá elaborar indicadores de montos de inversión por unidad de capacidad, los que se compararán con los de otros proyectos de la industria para determinar sus ventajas competitivas.

I.1.1. Análisis del Sector Económico

En el análisis del sector económico en que se desarrolla el proyecto se deberá revisar al menos, los siguientes aspectos:

- a) *Estructura del mercado.* Este análisis se efectuará considerando el número de ofertantes en el mercado y su distribución por tamaño, la existencia de barreras de entrada a la industria, las características oligopólicas que puedan reducir la competencia de potenciales inversionistas, entre otros.
- b) *Desempeño histórico del sector y proyecciones futuras.* Se analizará la sensibilidad del crecimiento futuro del sector ante cambios en las condiciones económicas de su entorno.
- c) *Políticas de regulación pública* y su efecto en la rentabilidad del sector.
- d) *Comportamiento cíclico.* Este análisis se efectuará considerando la forma como se relaciona el desempeño del sector con los ciclos de la economía.

I.1.2. Racionalidad del producto o servicio

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio se deberá considerar al menos los siguientes aspectos:

- a) *Mercado objetivo.* Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado, la concentración de la demanda, la sensibilidad de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto se evaluará la penetración a un nuevo mercado, la existencia de un producto y mercado desarrollado, la evolución esperada del mercado a futuro, la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.
- b) *Ventajas y desventajas de costos.* La existencia de ventajas o desventajas relativas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus obligaciones crediticias. Entre los

factores determinantes del costo de operación del emisor se deberá considerar al menos los siguientes:

- * Las condiciones de abastecimiento de materias primas, la localización respecto a centros de oferta, la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico, la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.
- * Las características de la tecnología, y en particular, el grado de conocimientos y la estandarización de las tecnologías que se emplearán.
- * La disponibilidad de infraestructura básica para la operación a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.
- * La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.

El análisis de los factores señalados deberá estar respaldado por estudios técnicos realizados por empresas consultoras o profesionales idóneos, independientes de los patrocinadores.

El análisis de la racionalidad económica deberá incluir el cálculo de la tasa interna de retorno y del valor presente neto, basado en supuestos conservadores acerca de los elementos que determinan la capacidad de generación de ingresos netos del emisor. Asimismo, en el análisis de sensibilidad se considerará eventos desfavorables para el emisor que posean cierta probabilidad de ocurrencia.

En el caso de que existan contratos a largo plazo que aseguren el suministro de insumos esenciales o la colocación de la producción del emisor, éstos podrán ser considerados para los efectos de determinar la racionalidad económica.

I.2. Estructura financiera del emisor

El objeto del análisis de este indicador será determinar si el financiamiento del emisor ha sido estructurado acorde con los riesgos propios del negocio. Se deberá evaluar los siguientes aspectos: capitalización, calce de flujos, liquidez y cobertura de otros riesgos financieros.

I.2.1. Capitalización. Se deberá evaluar si el emisor presenta un grado de capitalización adecuado a los riesgos propios del negocio o, en su defecto, garantías de terceros que reduzcan los riesgos de crédito de los acreedores. Por ejemplo, la existencia de compromisos de incremento de capital por parte de los patrocinadores o de terceros, con el objeto de financiar aumentos de los requerimientos de inversión. En particular se calculará indicadores de cobertura de servicio de la deuda y relación deuda a capital.

I.2.2. Calce de flujos. Se deberá analizar si el emisor tiene una estructura de financiamiento por plazos que resulte consistente con los flujos de ingresos del emisor. Cuando ello no ocurra así, el financiamiento de reemplazo deberá estar garantizado por los patrocinadores o terceras personas.

I.2.3 Liquidez. En lo que respecta a la liquidez, se deberá evaluar si el emisor presenta un capital de trabajo suficiente para hacer frente al riesgo de iliquidez que se pudiera producir en los años de operación del proyecto, en que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros. El requisito mínimo de razón de liquidez proyectada (activos corrientes dividido por pasivos corrientes) dependerá de las características del proyecto.

I.2.4. Otros riesgos financieros. Se deberá determinar la existencia de otros riesgos financieros que pudieran afectar significativamente la capacidad de servicio de las deudas, tales como riesgo de tipo de cambio, riesgo de calce de monedas y riesgo de tasa de interés.

I.3. Otras características de los negocios del emisor que incidan en el riesgo de crédito

Se deberá analizar cualquier otra característica de los negocios que incida en la capacidad de pago de las obligaciones del emisor que no haya sido evaluada en el análisis para clasificar la solvencia del emisor. Para tal efecto, se deberá considerar al menos los siguientes aspectos:

- a) Cuando los activos del proyecto no tengan un *uso alternativo*, se le atribuirá un mayor nivel de riesgo, a menos que existan garantías suficientes proporcionadas por terceros, que se trate de un proyecto financiado fundamentalmente con capital propio o que se haya establecido otros mecanismos eficientes para limitar el riesgo de los acreedores.
- b) Forma en que se encuentra *asegurado* el proyecto tanto en su etapa de construcción como de operación. Los seguros deberán cubrir siniestros por paralización de actividades por fuerza mayor, al menos por un monto suficiente para mantener al día el servicio de la deuda. Los seguros contratados deberán considerar una cobertura adecuada, incluso para riesgos muy remotos como catástrofes naturales o fuerza mayor.
- c) *Sistema legal o administrativo de regulación* de la actividad del proyecto, especialmente si éste tiene la calidad de un monopolio natural.
- d) *Impactos ambientales del proyecto*. Para estos efectos, se deberá analizar el cumplimiento de las normas vigentes y las regulaciones internacionales aceptadas sobre la materia.

I.4. Experiencia y motivación de los patrocinadores

Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se deberá considerar que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquéllos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto.

En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador.

En caso que se produzca cambios en la administración o en la propiedad del emisor, se deberá evaluar los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.

I.5. Experiencia y capacidad financiera de los contratistas

Deberá analizarse la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a fin de evaluar si cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo al presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas, se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y tengan experiencia en obras similares.

II. Análisis del riesgo del proyecto en la etapa de construcción

Para los bonos de proyectos en la etapa de construcción deben existir garantías suficientes que aseguren la llegada a la etapa operacional del mismo, dentro de los plazos y formas establecidas en el estudio de factibilidad, y que se alcanzará la capacidad y el rendimiento esperado.

En general en el caso de emisión de instrumentos de deuda, se estima que es difícil que un proyecto en esta etapa pueda recibir grado de inversión, salvo que se encuentre en la etapa final de la construcción y/o que sea producto de un financiamiento estructurado muy sólido. También es importante la existencia de garantías de parte de la empresa constructora. Por lo mismo, en esta etapa es de suma importancia la historia de los participantes en el proceso de construcción. Si bien el emisor no tiene historia, las empresas constructoras y proveedoras en la etapa de construcción pueden tener antecedentes históricos relevantes.

Los requisitos mínimos para poder obtener grado de inversión para instrumentos de deuda durante la etapa de la construcción o puesta se basan en los siguientes criterios:

- a) Debe existir una garantía de conclusión de obras entregada por una institución de reconocida solvencia.
- b) La tecnología de construcción y puesta en marcha requiere un período de tiempo corto para llegar a la etapa operativa. Además, la tecnología debe ser de bajo riesgo, lo que implica un conocimiento acabado de ésta.
- c) La estructura legal debe permitir o garantizar la supervisión estricta de parte de un tercero, tanto en términos de avances de obra como de estándares de calidad de la misma.
- d) Empresas constructoras con experiencia en el área específica de la construcción y con solvencia para garantizar la finalización de la misma. El análisis de solvencia se centra en los proveedores y la empresa constructora. Los antecedentes de éstas en casos similares son importantes también. Se requerirán mecanismos que garanticen la solvencia.
- e) Relación contractual entre emisor, empresa constructora y proveedores. Es importante entender el contrato que existe entre el emisor, la constructora y los proveedores, así como las consideraciones legales de esta relación. Se debe analizar si existen penalizaciones para la constructora por atrasos, definir responsabilidades en eventos de atrasos o incumplimientos de cualquier tipo. Para alcanzar grado de inversión sin la necesidad de garantías de terceras partes, los proveedores y la constructora deberán soportar todo el riesgo y su solvencia debe ser al menos igual a la del emisor. En este contexto, es importante considerar la relación de propiedad que pueda existir entre emisor y constructora o proveedores. Es importante considerar los riesgos por eventos de fuerza mayor, que no son eliminados por el contrato. La existencia de seguros aminora dichos riesgos.
- f) Análisis de los presupuestos de la etapa de construcción. Es importante que las estimaciones de costos, tiempo de construcción y puesta en marcha sean apropiadas y consistentes con la realidad del sector bajo análisis. La auditoría de los presupuestos por parte de terceros de reconocida capacidad es necesaria para alcanzar grado de inversión.
- g) Administración de los fondos durante la etapa de construcción. Pese a que el presupuesto de costos puede ser muy adecuado, si la administración y control de los gastos durante la etapa de construcción no es la adecuada puede existir incentivos perversos que desvíen el accionar del óptimo. Es importante evaluar la capacidad del encargado de esta labor. Dado que el problema de agencia es más importante cuando el número de acreedores es mayor y el monto invertido por cada uno de ellos

es más bajo, es importante conocer la estructura de acreedores y si éstos tienen un representante activo. Esto también se logra si parte significativa de los fondos son proporcionados por un banco o inversionista institucional, que va a tener los incentivos para controlar al emisor en este proceso. Pese a esto último, es importante que este representante tenga las facultades de controlar los pagos que se hacen a la constructora, suspender los pagos sujeto a informes de peritos que certifiquen que el avance de las obras no corresponde a lo presupuestado e, idealmente, mantener estos fondos en una cuenta separada.

- h) Riesgos de ubicación y autorizaciones legales. Cuando se trata de proyectos que implican grandes usos de terrenos existen riesgos de que se generen problemas por el uso de éstos (por ejemplo, consideraciones ambientales o expropiaciones). Estos riesgos deben ser mitigados.
- i) La existencia de compromisos de aumento de capital por parte de los patrocinadores o de terceros que cubran los eventuales incrementos de requerimientos de inversión, así como el servicio de la deuda.
- j) Si se retrasara el inicio de la operación del proyecto deberán existir garantías que consideren un compromiso de aportes de capital o de indemnizaciones. En el caso en que la capacidad y rendimiento del proyecto resulte significativamente menor a lo esperado, el monto de los aportes de capital o de las indemnizaciones deberá compensar la eventual menor capacidad de generación de flujos del proyecto.
- k) Cuando exista algún otro sistema que garantice el pago anticipado de los bonos en caso que el proyecto no sea completado de acuerdo a las características señaladas.

Cuando se está en la etapa de construcción es muy difícil alcanzar grado de inversión, por las razones ya expuestas. Sin embargo, si se cumplen las condiciones establecidas, en especial la existencia de garantías, será posible obtener una buena Calificación de riesgo. Esto obviamente en el evento que la evaluación de las proyecciones de flujos de caja del proyecto sea también consistente con la categoría de riesgo deseada.

III. Características del instrumento

Las características del instrumento se analizarán y clasificarán de forma análoga a lo dispuesto para la Calificación de obligaciones y de acciones de empresas públicas o privadas.

Con relación a los resguardos, deberá analizarse los factores críticos de los negocios del emisor que puedan incidir en una Calificación de la solvencia en categoría DD ó 5ª categoría de riesgo. Sobre la base de dicho análisis se deberá evaluar si los resguardos proporcionan estabilidad a la capacidad de pago del emisor, comprobando si éstos son controlables por el representante de los tenedores de bonos y si son mayores a los otorgados a otros acreedores. Entre los resguardos que incidan en la Calificación de instrumentos de deuda, se podrá considerar los siguientes:

- a) Limitaciones al reparto de utilidades.
- b) Prohibición o limitaciones a la división, fusión, absorción o disolución anticipada de la empresa.
- c) Prohibición o limitación a la formación de empresas subsidiarias o filiales.
- d) Limitaciones a los niveles de endeudamiento de la empresa.
- e) Prohibición o limitación a la enajenación o constitución de derechos reales en favor de terceros, sobre activos significativos de la empresa.
- f) Prohibición o limitación al otorgamiento de garantías personales por parte de la empresa emisora.
- g) Obligación de mantener una determinada relación entre activos libres de gravámenes y pasivos no garantizados.

- h) Cláusulas de aceleración o exigibilidad inmediata de las obligaciones derivadas de la emisión en caso de mora o simple retardo en el cumplimiento de otras obligaciones.
- i) Prohibición o limitación a la contratación de deudas preferentes a las contempladas en el contrato de emisión.
- j) Compromiso respecto de la manutención de una cobertura adecuada de seguros sobre activos imprescindibles.
- k) Compromiso de manutención de la propiedad de la empresa en manos de los patrocinadores principales del proyecto.
- l) Existencia de mecanismos de resolución de conflictos.
- m) Otros que a criterio de la Calificadora constituyan resguardo para el inversionista.

Con relación a la evaluación de las garantías reales, se deberá analizar, al menos, lo siguiente:

- a) Valor estimado de los bienes entregados en garantía.
- b) Valor de las obligaciones que se garantiza.
- c) Identificar si se trata de contratos generales de garantía, o bien si se aseguran obligaciones específicas.
- d) Existencia de otras garantías reales, de pago preferente sobre los mismos bienes.
- e) Debida constitución legal de las garantías.
- f) Estado de los bienes dados en garantía.
- g) Liquidez de los bienes dados en garantía.
- h) Existencia de seguros suficientes sobre los bienes entregados en garantía.
- i) Identificar si las mismas garantías están caucionando el proyecto y el instrumento al mismo tiempo, en cuyo caso no se considerarán para clasificar este último. En consecuencia, las garantías sobre acciones o derechos de la(s) sociedad(es) que llevarán a cabo el proyecto, no serán consideradas para los efectos de la Calificación si las sociedades respectivas han constituido garantías reales sobre sus activos, o garantías personales.

En la evaluación de las garantías personales se deberá analizar los siguientes aspectos:

- a) Capacidad crediticia y de pago pasada, actual y futura del garante.
- b) Existencia de beneficio de excusión u otras circunstancias que permitan al garante evitar o postergar el ejercicio de la garantía.
- c) Otras garantías reales o personales otorgadas por el garante.
- d) En caso de garantías personales otorgadas por personas jurídicas sujetas a Calificación, deberá considerarse la Calificación que se les haya asignado.
- e) Cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de las garantías personales.
- f) Expectativas de vida física o institucional del garante.

Las *características de un instrumento de deuda* se clasificarán en tres niveles: nivel 0, nivel 1 y nivel 2. Dicha Calificación se hará en consideración a la mayor o menor protección que otorga el inversionista el conjunto de atributos del instrumento respecto a su pago, en relación a la solvencia del emisor.

* Se clasificará en nivel 0 cuando el instrumento no posea atributos especiales que otorguen al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor, respecto a su pago.

* Se clasificará en nivel 1 cuando el instrumento posea atributos especiales que otorguen una mayor protección, adicional a la solvencia del emisor, respecto a su pago.

- * Se clasificará en nivel 2 cuando el instrumento posea atributos especiales que otorguen una protección al inversionista, respecto a su pago, que lo hagan ser prácticamente independiente de la solvencia del emisor.

Las *características de las acciones* se calificarán en nivel -1, 0 ó 1. Dicha Calificación se hará en consideración a si las acciones sometidas a aprobación tienen características que den al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor. Estas últimas características podrán ser especiales o generales. La Calificación de las características del instrumento dependerá de la combinación de la Calificación de las características especiales y generales.

Se entenderá que las acciones sometidas a trámite de aprobación tienen características especiales cuando los estatutos del emisor contengan una política de administración de la sociedad, permanente o transitoria. La política de administración a que se refiere el inciso anterior, cuyo cumplimiento será en todo momento verificable por los órganos responsables y posible de ser sujeto a Calificación sólo si se cumple con la presentación de información a la autoridad del mercado de valores, deberá referirse, al menos: a las políticas de financiamiento e inversiones, de entrega de garantías y fianzas y de liquidez, y a la forma y plazos parciales, al menos anuales, en que el emisor dará cumplimiento a la política de administración.

Los estatutos del emisor deberán establecer que la reforma de ellos en lo referente a la política de administración y la protección a los accionistas minoritarios y datos sobre el consejo de vigilancia. El emisor, al solicitar la aprobación de sus acciones, deberá presentar las garantías que haya constituido para asegurar el fiel cumplimiento de la política de administración. Las referidas garantías formarán parte de las características especiales a que se refiere este acápite.

Las características especiales se clasificarán en Niveles 1 y 0:

- * Se clasificará en nivel 1 cuando existan características especiales de las acciones que proporcionen una protección adicional a la solvencia del emisor, y en nivel 0 en caso contrario.
- * Se entenderá que las características especiales proporcionan una protección adicional a la solvencia del emisor, cuando la política de administración establecida en los estatutos de la sociedad, evaluada en el límite máximo de su cumplimiento, no permita inferir que la Calificación de solvencia del emisor será categoría DD de riesgo al final de la vigencia de la garantía señalada. Adicionalmente, la garantía constituida en favor de las administradoras, deberá cumplir con los siguientes requisitos:
 - a) Su vigencia no podrá ser superior a 5 años;
 - b) Deberá asegurar a los inversionistas que, frente a cualquier incumplimiento de la política de administración establecida en los estatutos del emisor, éstas podrán recuperar, al menos, un 75% de lo invertido en acciones de la sociedad emisora, y
 - c) No afectar al patrimonio del emisor, debiendo ser completamente independiente y adicional a la solvencia de éste.

Se entenderá por características generales las establecidas en los estatutos y que se refieran a:

- * Privilegios de series de acciones, si los hubiere
- * La organización y modalidades de la administración social y de su fiscalización por los accionistas
- * La forma de distribución de las utilidades
- * La naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias entre accionistas o entre éstos y la sociedad

- * La designación del directorio y demás pactos que acuerden los accionistas.

Las características generales se clasificarán en nivel -1 y 0. Se clasificará en nivel -1 cuando se dé una mayor protección a determinadas acciones, sin una adecuada compensación para las acciones sometidas a aprobación, o bien, cuando las características generales afecten negativamente la protección que representa la solvencia del emisor; en caso contrario se clasificarán en nivel 0. Las características de las acciones se clasificarán en nivel 1, 0 ó -1, según el siguiente criterio:

- a) Nivel 1: Cuando las características especiales estén en nivel 1 y las características generales estén en nivel 0;
- b) Nivel 0: Cuando las características especiales y generales estén en nivel 0, y
- c) Nivel -1: Cuando no se esté en nivel 1 ó 0 previamente definidos.

IV. Margen de protección

El margen de protección de un instrumento de deuda se clasificará según el siguiente criterio:

- a) Si la solvencia ha sido clasificada en categoría B o mejor el margen de protección deberá clasificarse en las categorías señaladas para los bonos, combinando su Calificación de solvencia y las características del instrumento.
- b) Si la solvencia ha sido clasificada en categoría CCC y las características del instrumento en nivel 1 o nivel 2, el margen de protección deberá ser clasificado en categoría B o categoría BB, respectivamente. Si la solvencia ha sido clasificada en categoría CCC y las características del instrumento en nivel -1 o nivel 0, el margen de protección deberá ser clasificado en categoría CCC.

El margen de protección de una acción será una combinación de su Calificación de solvencia y de las características propias del instrumento. El margen de protección se aprobará toda vez que las características se hayan clasificado en nivel 1 y la solvencia no haya sido clasificada en categoría CCC de riesgo, o cuando la solvencia del emisor se haya clasificado en categoría B- o de mejor riesgo y las características en mínimo nivel 0. El margen de protección se desaprobará cuando no se cumpla con lo dispuesto en el inciso anterior.

El margen de protección de un instrumento cuyas características no estén en nivel 1 o nivel 2, de acuerdo a lo establecido en este título, sólo podrá ser clasificado en categoría BBB- ó 3ª categoría o en una categoría superior a ella, si se cumple con los requisitos que se señalan en los artículos siguientes respecto del emisor, de sus patrocinadores y de los resguardos del instrumento.

IV.1. Requisitos con respecto al emisor

Los requisitos referidos en el artículo anterior serán los siguientes:

IV.1.1 Predictibilidad de los ingresos. Los bienes o servicios que produce o que producirá la empresa, deberán presentar características que permitan predecir con un razonable grado de certeza los ingresos del emisor. Se deberá cumplir al menos con alguna de las siguientes condiciones:

- a) Que los bienes o servicios tengan un *carácter homogéneo*, y entre aquéllos similares producidos por las empresas del mismo rubro no existan diferencias importantes en el precio. Asimismo, que el nivel de producción esperado del emisor no sea determinante en el mercado relevante, o que el precio de los bienes esté determinado por factores exógenos, respecto de los cuales el emisor no tiene control, o
- b) Que los bienes o servicios tengan una *demandada conocida y estable* y cuenten con un régimen de cálculo de los precios o tarifas preestablecido. Se podrá

considerar que se cumple con el requisito de demanda conocida y estable, si existe un compromiso de adquisición a firme de los bienes o servicios del emisor por parte de un tercero solvente con capacidad de compra estable. Los contratos respectivos deberán regir al menos por todo el período en que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros señalado.

No obstante lo señalado anteriormente, en el caso de tratarse de servicios o productos que por su naturaleza estén sometidos a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, deberá existir algún mecanismo que reduzca los riesgos asociados a un manejo discrecional de los mismos por parte de la autoridad correspondiente.

IV.1.2 Tecnología. La tecnología que se use para producir el bien o servicio deberá ser conocida y de difusión adecuada dentro del medio pertinente. No podrá encontrarse en etapa de experimentación. El emisor deberá haber presentado, en adición al propio proyecto, un estudio sobre este tema efectuado por una firma de amplia reputación e idoneidad, independiente de los patrocinadores, que respalde el estudio base preparado por el emisor.

IV.1.3 Construcción y puesta en marcha del proyecto. En el caso que el emisor no haya completado el proyecto, deberán existir garantías que aseguren que éste será terminado en el plazo y la forma establecidos en el estudio de factibilidad, y que alcanzará la capacidad y el rendimiento esperado. Se entenderá que existen dichas garantías en cualquiera de los siguientes casos:

- a) Cuando existan *compromisos de aumento de capital* por parte de los patrocinadores o de terceros que cubran los eventuales incrementos de requerimiento de inversión así como el servicio de la deuda si se retrasa el inicio de la operación del proyecto.
- b) Cuando existan garantías que consideren un compromiso de aportes de capital o de indemnizaciones en el caso que la capacidad y rendimiento del proyecto resulte significativamente menor a lo esperado. El monto de los aportes de capital o de las indemnizaciones deberá compensar la eventual menor capacidad de generación de flujos del proyecto.
- c) Cuando se trate de obras adquiridas bajo la modalidad "*llave en mano*", y un tercero de reconocido prestigio en la materia, independiente del emisor y de los patrocinadores, certifique que los niveles mínimos de eficiencia operacional de la obra se ajusten a lo considerado en el estudio de factibilidad.
- d) Cuando exista algún otro *sistema que garantice el pago anticipado* de los bonos en el caso que el proyecto no sea completado de acuerdo a las características señaladas.

IV.1.4 Abastecimiento de materias primas. Si el proyecto requiere de materias primas o insumos que tengan una participación significativa en la estructura de costos, cuyos mercados tengan características monopólicas u oligopólicas, deberán existir contratos de suministro por parte de terceros solventes que tengan una capacidad de oferta estable. Estos deberán regir por lo menos por todo el período que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros señalado.

IV.1.5. Indicadores financieros. El valor presente neto de los flujos del emisor deberá ser positivo en un escenario conservador del estudio de factibilidad. Para su cálculo se deberá utilizar como tasa de descuento la tasa de interés de los títulos de largo plazo emitidos por el Banco Central o por un emisor AAA más un premio por riesgo.

Análisis de factores cuantitativos

El análisis de los factores cuantitativos tiene por objeto fundamental determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por la empresa sean suficientes para pagar los intereses y las amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión. Para estos fines se debe simular la capacidad de pago de la empresa considerando las obligaciones habituales de la empresa, así como las generadas por los proyectos adicionales y por la emisión de los títulos de deuda. En este sentido es importante realizar un análisis de sensibilidad respecto de las principales variables que determinan el flujo de caja neto. Por otra parte, es importante valorar las garantías existentes, cuando sea necesario su uso.

Los principales indicadores cuantitativos de Calificación de riesgo de la emisión de títulos de empresas sin historia son los de cobertura del servicio de la deuda (flujos operacionales sobre pago de intereses y amortizaciones) y de cobertura de gastos financieros (flujos operacionales sobre pago de intereses).

En cada uno de los indicadores que se presenta a continuación debe destacarse que se trata de valores promedio, calculados en base a las proyecciones disponibles. Si bien los promedios son importantes, debe destacarse que la distribución en el tiempo de los indicadores también es fundamental. En este sentido debe considerarse los valores mínimos que tomen estos índices. Por último, debe destacarse que los valores de los indicadores que se presenta a continuación deben tomarse como referenciales. El análisis se realiza caso por caso para considerar las particularidades de cada proyecto.

a) Cobertura de gastos financieros

La cobertura de gastos financieros se define como la utilidad antes de impuestos, corrección monetaria, depreciación, amortizaciones y gastos financieros (flujo de caja operacional) sobre los gastos financieros. Las categorías por rangos de cobertura de gastos financieros se presentan en el siguiente cuadro²:

	Riesgo Bajo	Riesgo Medio	Riesgo Alto
AA	> 3,25	> 4,25	> 6,5
A	2,25 a 3,75	3,25 a 4,5	5 a 7
BBB	1,25 a 2,75	2,25 a 3,5	3,5 a 5,5
BB	1,5	2,5	4

b) Cobertura del servicio de la deuda

Este indicador se define como los flujos de caja operacionales sobre el pago de intereses más amortizaciones. Es decir, interesa medir la capacidad de pago de la deuda, período a período. A modo de referencia se presenta el siguiente cuadro:

² Nótese que hay valores que generan áreas comunes y que no se definen los requisitos para AAA ni para menos de BB. En estos casos la categoría de riesgo depende de la opinión del evaluador.

	Riesgo Bajo	Riesgo Medio	Riesgo Alto
AA	> 1,5	> 1,75	> 2
A	1,25 a 1,75	1,5 a 2	1,75 a 2,25
BBB	1 a 1,5	1,15 a 1,75	1,25 a 2
BB	1,1	1,25	1,5

c) Relación deuda sobre capital invertido

Este indicador se calcula como el cociente entre la deuda total (corto y largo plazo) y la deuda total más el patrimonio más el interés minoritario (capital invertido). Los rangos referenciales para este indicador son los siguientes:

	Riesgo Bajo	Riesgo Medio	Riesgo Alto
AA	0,54	0,45	0,42
A	0,52 a 0,6	0,42 a 0,5	0,40 a 0,52
BBB	0,58 a 0,66	0,47 a 0,6	0,5 a 0,62
BB	> 0,65	> 0,58	> 0,55

d) Relación deuda total a flujos de caja

Este indicador mide el tiempo total para que la empresa pague el total de su deuda con los flujos de caja. Sin embargo, es también un indicador de la capacidad de refinanciamiento que tiene la empresa. La manera de medir este indicador es con el cociente entre deuda total y utilidades después de impuestos más corrección monetaria, depreciación y amortizaciones (flujo de caja neto). Los rangos referenciales para este indicador son los siguientes:

	Riesgo Bajo	Riesgo Medio	Riesgo Alto
AA	4,35	3,3	2,5
A	3,75 a 6,7	2,85 a 5	2,2 a 3,3
BBB	5 a 10	4 a 6,7	2,9 a 5
BB	> 10	> 6	> 4

IV.1.6. Seguros. El proyecto deberá tener contratados los seguros mínimos necesarios durante la etapa de construcción, así como por parte del emisor, un compromiso de mantener adecuadamente aseguradas sus instalaciones, incluyendo los perjuicios por paralización, daño emergente y lucro cesante.

IV.2. Requisitos con respecto a los patrocinadores del proyecto

Los requisitos serán los siguientes:

IV.2.1 Patrocinador principal. Deberá existir un patrocinador principal del proyecto, entendiéndose por tal aquél que controla la mayor proporción del capital con derecho a voto. En todo caso, dicha proporción deberá superar un tercio del capital o bien superar el 25% de éste, siempre y cuando dicho porcentaje sea suficiente para objetar aquellas proposiciones relativas a las materias señaladas en la Ley General

de Sociedades sobre sociedades anónimas y, en caso de empresas financieras en lo determinado por la Ley aplicable.

IV.2.2 Experiencia. El patrocinador principal deberá tener experiencia en la administración de proyectos de envergadura semejante, y al menos uno de los patrocinadores deberá tener experiencia en el área o sector productivo en que se ejecutará el proyecto.

IV.2.3. Solvencia. La solvencia del patrocinador principal deberá clasificarse como adecuada. Para ello se deberá adoptar el siguiente criterio:

- a) Si el patrocinador principal es *nacional*, deberá considerarse la Calificación de solvencia vigente del mismo. En caso que ésta no exista, deberá evaluarse de acuerdo a los procedimientos establecidos considerando el tipo de empresa de que se trate para un instrumento de deuda de largo plazo. La solvencia se clasificará como adecuada en el caso que se determine una categoría igual o superior a BBB-
- b) Si el patrocinador principal fuese *extranjero*, sus instrumentos de deuda no garantizados deberán disponer de Calificaciones de riesgo efectuadas por entidades de reconocido prestigio internacional, equivalentes al menos a la categoría BBB-. En el caso que este patrocinador no posea instrumentos clasificados, sólo se considerará que su solvencia es adecuada si su cobertura de gastos financieros es superior a 3 veces. Para tal efecto, la cobertura deberá calcularse sobre la base de las cifras de los estados financieros auditados del patrocinador correspondientes a los últimos cinco años. Sólo se deberá considerar el contexto individual total del patrocinador.

IV.2.4. Valor de los activos. El valor total de los activos del proyecto al momento que éste comience su operación, de acuerdo a las cifras del estudio de factibilidad, no podrá exceder la suma de los activos consolidados de sus patrocinadores a la fecha de la evaluación.

IV.3. Requisitos con respecto a los resguardos

IV.3.1. Emisión de bonos o bonos convertibles

Se deberá contemplar en el contrato al menos los siguientes:

- a) Límite máximo de endeudamiento.
- b) Límite mínimo de capital de trabajo.
- c) Límites a los repartos de dividendos.
- d) Compromiso de entrega permanente a las instancias Calificadoras, de la información necesaria para la Calificación, entre la cual se deberá considerar el estudio de factibilidad del proyecto, los estados financieros proyectados del emisor y el grado de cumplimiento del programa de inversión, tanto en lo que se refiere al avance de las obras como al costo incurrido. Esta última información deberá ser proporcionada al menos en forma trimestral.
- e) Cláusulas sobre aportes de capital propio y límites a la constitución de gravámenes sobre los activos del proyecto.
- f) Prohibición de otorgar avales y fianzas, o constituirse en codeudor solidario de obligaciones de terceros.
- g) Prohibición a la enajenación de los activos esenciales del emisor.
- h) Limitación a la contratación de deuda con los patrocinadores y personas relacionadas a estos.

- i) Cláusula de aceleración del pago de los bonos en caso de mora o retardo en el cumplimiento de las obligaciones.
- j) En el caso de tratarse de concesiones de obras públicas, se deberá establecer que, hasta la fecha de vencimiento de los instrumentos, los ingresos provenientes de las obras construidas se destinarán prioritariamente al servicio de la deuda de los tenedores de bonos.
- k) Los activos que se encuentren fuera del país y las inversiones en valores de otras sociedades, exceptuando en este último caso las inversiones transitorias en títulos de renta fija de alta liquidez, no podrán representar en conjunto más del 20% del total de activos del emisor.
- l) Los representantes de los tenedores de bonos deberán ser entidades con la capacidad de fiscalizar el cumplimiento de las cláusulas del contrato de emisión de bonos que haya dado origen a su designación.
- m) En la escritura de emisión se deberá establecer que los tenedores de bonos entregarán los fondos comprometidos al ente administrador de los recursos no desembolsados, con lo cual se entenderá cumplida la obligación contraída por dichos tenedores para con el emisor. El administrador de los recursos no desembolsados deberá entregarlos al emisor en la medida que se cumplan los requisitos de avances de obras, aporte de capital propio y otros requisitos técnicos o financieros establecidos en la escritura de emisión. El cumplimiento de los requisitos técnicos será certificado por una de las empresas de ingeniería independiente del emisor y de los patrocinadores y de reconocido prestigio, la que se individualizará en la escritura de emisión. La designación de esta empresa será función del emisor y deberá contar con la aprobación de la junta de tenedores de bonos, la cual tendrá la facultad de exigir al emisor el reemplazo de la empresa certificadora. El administrador de los recursos no desembolsados deberá informar a las Calificadoras de riesgo sobre el cumplimiento de entrega de fondos al emisor de acuerdo al avance de las obras y demás requisitos técnicos y financieros que se hayan establecido. Los recursos recibidos por el administrador serán invertidos por éste en instrumentos de renta fija de alta liquidez y de bajo riesgo, los que se indicarán genéricamente en la escritura de emisión. Corresponderá al emisor definir, dentro de los requisitos recién indicados, el tipo específico de instrumentos en que se invertirán los recursos. Las rentas de estos instrumentos pertenecerán a la sociedad emisora y formarán parte de los fondos que el administrador de recursos no desembolsados deberá entregar al emisor conforme se cumplan los requisitos de desembolso.

Ante la eventualidad de que, en una fecha posterior a la colocación de los bonos, el instrumento sea clasificado en categoría CCC o menor, el administrador de los recursos no desembolsados deberá restituir el total de los recursos restantes a los tenedores de bonos. Los tenedores de bonos tendrán derecho a los intereses contemplados en la emisión independientemente del rendimiento de las inversiones que efectúe el administrador. El administrador responderá ante la junta de tenedores de bonos y ante la empresa emisora de la oportuna entrega a esta última de los recursos que administra.

IV.3.2. Emisión de acciones comunes

Se deberá contemplar al menos los siguientes:

- a) Límite máximo de endeudamiento;
- b) Límite mínimo de capital de trabajo;

- c) Límites a los repartos de dividendos;
- d) Compromiso de entrega permanente a las Calificadoras de la información necesaria para la Calificación, entre la cual se deberá considerar el estudio de factibilidad del proyecto, los estados financieros proyectados del emisor y el grado de cumplimiento del programa de inversión, tanto en lo que se refiere al avance de las obras como al costo incurrido. Esta última información deberá ser proporcionada a lo menos en forma trimestral.
- e) Cláusulas relacionadas con los aportes de capital propio y límites a la constitución de gravámenes sobre los activos del proyecto.

V. Liquidez en el Mercado

La liquidez en el mercado de bonos o acciones emitidos por un determinado emisor se clasificará en forma análoga a lo dispuesto para la Calificación de oferta pública de títulos emitidos por entidades financieras. En caso de que el margen de protección se encuentre clasificado en categoría CCC, el instrumento deberá ser clasificado en esa misma categoría, no importando si existe un mercado líquido para el instrumento. En el caso que el bono o la acción no disponga de un mercado líquido, se considerará la existencia de algún acuerdo que establezca la obligación de la sociedad emisora de celebrar un compromiso de desconcentración.

Metodología de calificación de riesgo para fondos de inversión

Definición de Fondo de Inversión

Los fondos pueden clasificarse, entre otros, según la naturaleza de sus inversiones y de sus mecanismos de participación.

Los fondos de inversión son intermediarios financieros que administran recursos de inversionistas individuales, distribuyendo dichos recursos en un rango potencialmente amplio de valores, bienes u otros activos. La administración de los fondos de inversión es realizada por las Sociedades Administrativas de Fondos de Inversión (SAFI). Cada inversionista tiene derecho sobre el valor del principal y su rendimiento del fondo en una cantidad proporcional a los recursos invertidos en él.

De acuerdo con la naturaleza de la participación permitida, los fondos se pueden clasificar en *abiertos* y *cerrados*. Los fondos de inversión cerrados son aquellos en los cuales las cuotas de participación pueden ser adquiridas por inversionistas individuales sólo a través de la compra de dichos valores a alguno de los partícipes ya existentes en el fondo. De este modo, el número de cuotas de participación se mantiene invariable respecto a la cantidad inicialmente emitida.

Cabe señalar que, en un fondo cerrado, si alguno de los partícipes deseara liquidar sus cuotas de participación, típicamente, no podría venderlas al propio fondo sino que requeriría que dichas cuotas sean adquiridas por otros inversionistas, con el fin de mantener invariable el número total de cuotas emitidas inicialmente.

Por su parte, los fondos de inversión abiertos son aquellos en los cuales las cuotas de participación pueden ser adquiridas por inversionistas individuales sin requerir que les sean vendidas por algunos partícipes ya existentes en el fondo. De este modo, el número de cuotas de participación puede incrementarse respecto a la cantidad inicial. Cabe señalar que si alguno de los partícipes desea liquidar sus cuotas, típicamente, puede venderlas al propio fondo.

De acuerdo con la naturaleza de las inversiones, los fondos pueden presentar tan diversas denominaciones como tipos de activos en los que se invierten. Así, se puede encontrar fondos de inversión en acciones o de renta variable, fondos de inversión de renta fija, fondos de inversión de mercado de dinero, fondos de inversión inmobiliarios, fondos de inversión mixtos, fondos de inversión en índices financieros o reales, fondos de inversión en empresas en desarrollo, fondos de inversión directa, entre otros.

El presente documento desarrolla criterios de evaluación que permitirán a PCR evaluar y emitir opinión respecto al nivel de riesgo asociado a diversos tipos de fondo. El enfoque de la evaluación está orientado a emitir una opinión respecto a la vulnerabilidad que presenta un fondo de inversión a sufrir pérdidas en el valor de sus obligaciones (i.e. cuotas de participación), de acuerdo con el análisis que sustenta la presente metodología.

Los **pilares** de la Calificación de riesgo de fondos de inversión son tres:

- a. Análisis de Riesgo Fundamental
- b. Análisis de Riesgo de Mercado
- c. Análisis de Riesgo Fiduciario

En las secciones siguientes se detalla la racionalidad de la evaluación asociada a cada pilar, así como los principales indicadores que deben ser construidos y analizados por el equipo de analistas y el comité de Calificación, a fin de determinar una opinión de riesgo confiable respecto a la vulnerabilidad del fondo. De manera complementaria al análisis de los tres pilares de la Calificación, la evaluación deberá considerar el ritmo de

crecimiento del fondo, sus objetivos de corto y largo plazo, y su horizonte de inversión, a fin de interpretar en el contexto adecuado, los resultados del análisis.

1. Análisis de Riesgo Fundamental

A partir de la identificación de las unidades de análisis y la estimación de los riesgos fundamentales individuales, se procederá a la estimación del riesgo fundamental promedio ponderado (RFPP) para renta fija, renta variable y demás activos del portafolio, según sea el caso.

El análisis contempla la evaluación de los factores de riesgo *intrínsecos* presentes en las inversiones de renta variable, renta fija, y demás activos del fondo, con el objetivo de estimar el nivel de riesgo fundamental consolidado asumido en el portafolio. Es importante señalar que el análisis de riesgo fundamental se basa en los criterios de evaluación desarrollados para diversos tipos de inversiones expuestos en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR. Sin embargo, dicho análisis sigue la racionalidad y secuencia desarrollada en la presente sección, es decir, se partirá por la identificación de la unidad de análisis, posteriormente se estimará los riesgos individuales de las inversiones y finalmente se procederá al cálculo del riesgo fundamental promedio ponderado (RFPP) tanto para las inversiones de renta variable (RV) y y renta fija (RF), como para las inversiones en diversos activos, tales como títulos hipotecarios, valores de titularización, líneas de crédito, financiamiento de proyectos, entre otros.

Debe considerarse que las instituciones dedicadas a la realización de inversiones vinculan, directa o indirectamente, su propio nivel de riesgo al de las instituciones en las que comprometen recursos. La vinculación de riesgos ocurre al asignar fondos a través de deuda o capital, pudiendo variar en grado de acuerdo con los mecanismos de cobertura, “colateralización” o garantías existentes en las diversas estructuras de financiamiento.

Respecto al riesgo asociado a las inversiones en renta fija, el objetivo del análisis de PCR, en esta etapa, es valorar la probabilidad consolidada de incumplimiento de las obligaciones crediticias en las que ha invertido el fondo.

Por su parte, en lo relativo al riesgo asociado a las inversiones en renta variable, el objetivo de la evaluación de PCR, en esta etapa, es obtener una opinión respecto a la variabilidad futura consolidada del retorno esperado de las inversiones, basada en los fundamentos económico-financieros de las compañías evaluadas, así como en los factores de riesgo que las afectan particularmente (por ejemplo, en acciones mineras la opinión, en esta etapa, incorporará la vulnerabilidad de las cotizaciones a variaciones en los precios de los metales, pues las afecta de manera particular).

Finalmente, respecto al riesgo asociado a otros activos o bienes, el objetivo del análisis de PCR, en esta etapa, es valorar la probabilidad consolidada de incumplimiento de las obligaciones, valores crediticios y bienes en los que ha invertido el fondo.

Es fundamental iniciar el procedimiento de evaluación de riesgos fundamentales identificando adecuadamente a la unidad de análisis sobre la cual se aplicará las técnicas de estimación del nivel de riesgo crediticio o accionario.

a) Identificando la unidad de análisis

El grado de dificultad asociado a la identificación del sujeto de análisis varía según la naturaleza de las inversiones del fondo. En las inversiones destinadas a acciones y a bonos de empresas públicamente cotizadas, la identificación de las compañías sujetas al análisis de riesgo es relativamente sencilla. En dichos casos, puede apreciarse con relativa claridad que el riesgo de pérdida en el valor del fondo, y por

lo tanto la opinión de riesgo de PCR, está asociado al riesgo de las compañías que emitieron las acciones o bonos. Así, el trabajo se concentrará en la estimación del riesgo crediticio o accionario de dichas instituciones y su impacto conjunto sobre el nivel de riesgo agregado del portafolio.

No obstante, cuando un fondo de inversión no destina sus recursos a la adquisición de deuda o capital de compañías públicamente cotizadas, la identificación de la unidad de análisis puede tener un mayor grado de dificultad relativa. La técnica aplicable para identificar quién es el objeto de análisis de riesgo parte, naturalmente, por precisar el tipo de activo adquirido por el fondo de inversión. Es decir, especificar si la inversión se realizó, por ejemplo, en títulos hipotecarios, valores de titularización, líneas de crédito, depósitos, financiamiento de proyectos, documentos valorados, entre otros activos que no son públicamente tranzados.

Una vez precisados los activos en los cuales invirtió el fondo, se procederá a identificar qué institución tiene la responsabilidad directa por el pago oportuno del principal y retornos de dichas inversiones. Asimismo, en caso de existir arreglos institucionales que transfieran la responsabilidad final por dichos pagos a instituciones distintas al emisor de los valores u originador de los activos, se deberá identificar qué institución(es) tiene(n) dicha responsabilidad indirecta. Las instituciones identificadas como responsables, directos e indirectos, constituirán las unidades de análisis de riesgo. Sobre la base de la fortaleza financiera de ellas se establecerá la categoría de riesgo asociada a la inversión realizada por el fondo.

b) Estimando el riesgo fundamental individual

Una vez establecidas las unidades de análisis se procederá a evaluar los riesgos existentes ante diversos escenarios, así como las estrategias de mitigación de riesgo aplicadas por los administradores del fondo para controlar el impacto que se pueda tener sobre el valor del portafolio.

En este sentido, las Calificaciones de riesgo de PCR (u otras que se consideren confiables) constituyen indicadores directos para medir el riesgo asociado a las inversiones públicamente tranzadas del fondo. Sin embargo, PCR puede no aceptar Calificaciones de riesgo de terceros.

En los casos en que una Calificación de riesgo confiable no se encuentre disponible, se deberá realizar una estimación de riesgo utilizando las pautas técnicas y criterios de evaluación desarrollados, para cada tipo de inversión, en las metodologías de Calificación de riesgo de PCR (ver Manual de Calificación de Riesgo de PCR, pautas para la Calificación de acciones, bonos y acciones de proyectos).

En la evaluación individual de las inversiones de renta variable, el análisis de PCR contempla:

1. Tamaño de la compañía,
2. Historia de la compañía,
3. Variabilidad de precios de la acción,
4. "Predictibilidad" de los resultados de la compañía,
5. Situación financiera de la compañía,
6. Indicadores de mercado (P/E, P/V. de mercado, entre otros),
7. Riesgo del negocio, entre otros presentados en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR.

Por su parte en el análisis individual de las inversiones de renta fija, PCR considera lo siguiente:

1. Características de la industria,
2. Posición de la empresa en su industria,

3. Indicadores de la situación financiera de la empresa,
4. Características de la administración y propiedad,
5. Resguardos y garantías del instrumento, entre otros presentados en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR.

Por último, en la evaluación de las inversiones en otros activos y bienes, se tomará en consideración la estructura de deuda y capital de la institución responsable por el pago oportuno del principal y retornos de dichas inversiones. En ese sentido, según sea el caso, el análisis de PCR contempla todo lo descrito en la evaluación de las inversiones de renta variable y renta fija.

Es importante indicar que la estimación del nivel de riesgo asociado a las inversiones que no cuentan con Calificación de riesgo confiable es considerablemente menos precisa que las estimaciones obtenidas a partir de Calificaciones ya realizadas. En estos casos, la principal fuente de incertidumbre proviene de la limitación que enfrenta el analista para acceder a información confiable, oportuna y en el nivel de profundidad requerido respecto de la compañía o institución considerada como unidad de análisis. De contarse con información adecuada, la diferencia entre la estimación de riesgo sustentada en un rating público confiable y la sustentada en una evaluación de riesgo privada podría reducirse considerablemente.

Complementariamente, es posible utilizar determinados indicadores de mercado para obtener una apreciación del riesgo asociado a los valores mantenidos en el portafolio del fondo de inversión. En este sentido, sería factible tomar como referencia al nivel de riesgo, la tasa de interés comparable que afronta una empresa “no pública” y compararla con un benchmark que cuente con Calificación de riesgo pública, a fin de estimar riesgos relativos. Este tipo de herramientas debe manejarse con cautela, y de manera referencial, en la medida en que la tasa de interés asumida (y otros indicadores de mercado observables) reflejan la percepción de riesgo de determinados proveedores de fondos y podrían estar afectados por diversos factores exógenos al riesgo crediticio o accionario, generando distorsiones en la apreciación obtenida.

Además, juega un rol crucial la adecuada definición de “benchmark comparable”, a partir del cual es factible estimar un nivel de riesgo relativo para los valores “no públicos” del fondo de inversión. Esto implica considerar, entre otros elementos, el sector económico de las compañías referenciales, su nivel de actividad económica, su dimensión relativa, el origen de los fondos de financiamiento (no es comparable una tasa de interés obtenida como resultado de una emisión en el mercado de capitales que la conseguida a través de un préstamo bancario), entre otros.

c) Estimando el riesgo fundamental conjunto

Una vez que se ha obtenido una Calificación de riesgo asociada a cada inversión del fondo (pública y no pública), se procederá a estimar el nivel de riesgo conjunto que asume el fondo a través de su portafolio de inversiones, distinguiendo entre el riesgo consolidado de renta variable, renta fija, y demás activos, según sea el caso.

Una herramienta apropiada para estimar el nivel de riesgo conjunto del portafolio de inversiones es el cálculo de los indicadores de Riesgo Fundamental Promedio Ponderado (RFPP). El método de cálculo consiste en promediar, dentro de su propio tipo de inversión, los diferentes niveles de riesgo individual de los valores de renta variable, renta fija, y demás activos adquiridos por el fondo, ponderados por su participación relativa en el total invertido en cada tipo de instrumento.

A continuación se presenta un ejemplo del cálculo del nivel de riesgo promedio ponderado para inversiones en renta fija:

Ejemplo de cálculo del RFPP-RF

Supongamos que una inversión mantenida en el bono X representa 25% del valor total del portafolio y que su nivel de riesgo crediticio, obtenido a partir de una Calificación de riesgo confiable es AAA. Una manera sencilla de calcular el RFPP-RF es trabajar con una tabla de conversión que permita transformar las escalas de Calificación expresadas en letras a escalas expresadas en valores numéricos enteros, partiendo del nivel de 1 para el menor nivel de riesgo. De este modo, se podrán realizar cálculos numéricos para calcular el RFPP-RF, y a la vez, se podrá convertir el resultado numérico obtenido para el RFPP-RF en una letra referencial.

Bajo dicho esquema, el aporte marginal del bono X al nivel de riesgo crediticio consolidado del portafolio ascendería a $0.25 \times 1 = 0.25$

De manera análoga se deberá realizar el cálculo de los aportes marginales al riesgo crediticio consolidado del portafolio de los demás instrumentos adquiridos por el fondo de inversión. El nivel de RFPP-RF se obtendrá como resultado de la suma de todos los aportes marginales calculados para las diferentes inversiones del fondo.

De manera análoga se realizará el procedimiento para estimar el RFPP-RV.

La estimación del riesgo fundamental del fondo de inversión no termina con el cálculo de los RFPP. La evaluación debe considerar, además, la naturaleza dinámica de las operaciones del fondo de inversión. Es decir, no es suficiente evaluar y consolidar la calidad de la cartera a una fecha de corte determinada, pues existiría considerable potencial de enfrentar sesgo de selección. En ese sentido, es necesario mitigar el potencial sesgo evaluando el portafolio en diversas fechas, a lo largo del periodo de tiempo transcurrido desde la última revisión (en el caso de primera Calificación se deberá tomar información correspondiente a los últimos 5 años).

Evaluando el portafolio en diferentes días, se obtendrá una valoración más representativa del riesgo asociado a las inversiones. La selección de las fechas de evaluación podrá ser discrecional a fin de incorporar factores como estacionalidades conocidas, tendencias, cambios estructurales en políticas de inversión, cambios estructurales en condiciones de mercado, entre otros. No obstante, también será válido seleccionar las fechas de evaluación de manera aleatoria, sustentada en el Tamaño Mínimo de Muestra (TMM) requerido para alcanzar determinados niveles de confianza y precisión estadísticas. El objetivo es recoger una muestra que brinde la mayor representatividad posible respecto al riesgo crediticio y accionario asociado a las inversiones.

Cuadro 1.1 Determinación de muestra aleatoria y estadísticamente representativa.

El método sugerido para la estimación del TMM aleatorio, considera una distribución de probabilidad Z para

Si el *Tamaño Mínimo de Muestra* fuera determinado sobre la base de criterios estadísticos, la selección aleatoria deberá permitir obtener conclusiones generalizables para el periodo de análisis. Entre los diversos métodos de muestreo estadístico posibles, se recomienda que el procedimiento para la determinación del TMM considere una distribución de probabilidad Z para proporciones (desarrollado por Cochran, 1963).³ Esto, debido a que, tomando la mayor volatilidad posible en las proporciones (0.5), el cálculo arrojará TMM bastante conservadores. Las variables que se requiere conocer para calcular el TMM son: (i) el universo de días a evaluar, que variará según la periodicidad que siga la Calificación de riesgo; (ii) el nivel de confianza estadística deseado y (iii) el nivel de precisión estadística deseado. Usualmente las variables (ii) e (iii) oscilan entre 90%-80% de confianza estadística y 5%-15% de precisión. La formula aplicable, en caso se decida por una selección aleatoria de la muestra a evaluar, será:

$$\frac{n_o = Z^2 pq}{e^2} \qquad \frac{n = n_o}{1 - \frac{(n_o - 1)}{N}}$$

donde:

n es el TMM corregido por población finita,
Z es el valor de la Tabla Z para el nivel de confianza estadística deseado,
p y **q** representa la volatilidad posible en la población (se asumirá como parámetro $p = q = 0.5$ por ser la máxima volatilidad posible),
e es el nivel de precisión deseado (es decir, el error porcentual máximo que se puede tolerar originado por la selección de la muestra, por ejemplo +/- 5%), y
N es el universo de días del periodo a evaluar.

En cada fecha seleccionada se estimará el riesgo crediticio y accionario del portafolio a través de los RFPP. Una vez obtenidos RFPP de cada tipo de inversión para las diferentes fechas evaluadas, se calculará su promedio simple. Dichos valores representarán el nivel final de riesgo crediticio y accionario, respectivamente, del portafolio durante el periodo evauado.

Cabe añadir que, adicionalmente al análisis de RFPP, la evaluación de PCR incorpora diversos conceptos de concentración en las inversiones, entre ellas la concentración sectorial de los destinos de inversión, la concentración por emisor o compañía, la concentración por tipo de instrumento, entre otras posibles concentraciones con impacto sobre el nivel de riesgo crediticio asumido. En ese contexto, la diversificación del portafolio, selección de las inversiones y establecimiento de topes en cuanto a concentraciones, es parte de la adecuada gestión de riesgo fundamental que PCR toma en consideración en su análisis. Asimismo, se analiza indicadores de correlación entre inversiones para evaluar los efectos de la diversificación.

En este sentido, el análisis de PCR considera al sistema de evaluación de riesgo crediticio y accionario con que cuenta el fondo de inversión. Es importante examinar los indicadores de riesgo que utiliza el fondo para determinar la elegibilidad de sus

³ Cochran, W.G. 1963, *Sampling Techniques*, 2nd. Ed., New York: John Wiley and Sons, Inc.

inversiones, entre ellas, el uso de las Calificaciones de riesgo públicas. La evaluación deberá considerar el impacto de los cambios en Calificaciones de riesgo sobre las decisiones de inversión del fondo, entre otros.

2. Análisis de Riesgo de Mercado

Los riesgos de mercado que enfrenta un fondo de inversión pueden ser clasificados ampliamente en tres tipos: riesgo de tasa de interés, riesgo de liquidez y riesgo de tipo de cambio.

El análisis está orientado a la evaluación detallada del impacto que tienen los movimientos de oferta y demanda de mercado sobre la vulnerabilidad del fondo a perder valor. Dichos movimientos generan diversos tipos de riesgos para el fondo de inversión, los cuales pueden ser clasificados ampliamente en tres:

- a. Riesgo de Tasa de Interés
- b. Riesgo de Liquidez
- c. Riesgo de Tipo de Cambio

a) Estimando el riesgo de tasa de interés

El análisis se orienta a la estimación de la vulnerabilidad del valor del portafolio a sufrir pérdidas ocasionadas por volatilidad en la tasa de interés de mercado. La relación directa existente entre la tasa de interés y el costo de oportunidad de las inversiones realizadas por el fondo, determina que variaciones en dicha tasa puedan resultar en potenciales pérdidas en el valor del portafolio.

Es importante evaluar los indicadores de madurez o maturity de las inversiones del fondo, no obstante, dichos estimados podrían estar distorsionados por la presencia de amortizaciones parciales o prepago de la inversión. Por este motivo, PCR considera entre los indicadores más representativos del riesgo de tasa de interés a la duración de Macaulay, la duración modificada y la convexidad. La construcción y análisis de los mencionados indicadores permitirá al comité de Calificación estimar la exposición que presenta el fondo a potencial volatilidad en la tasa de interés.

La duración “efectiva” de una inversión puede ser representada por el promedio ponderado de sus flujos.

La **duración de Macaulay** se sustenta en el concepto de que la duración “efectiva” de una inversión puede ser representada por el promedio de todos los flujos que genera, ponderados por su importancia relativa al valor total de la inversión. Es decir, el ponderador es el valor presente de cada flujo recibido dividido entre el valor total del fondo. El Cuadro 2.1 muestra la representación formal de la duración de Macaulay.

Utilizar el indicador de duración como herramienta de medición del riesgo de tasa de interés tiene 2 virtudes importantes. Por un lado, es una buena medida del plazo de duración efectivo de una inversión, pues incorpora el impacto de los pagos parciales en su estimación. Por otro lado, el indicador refleja la sensibilidad de la inversión ante cambios en la tasa de interés, lo cual constituye información fundamental para la administración de riesgos del fondo.

Cuadro 2.1 Fórmula de la duración de Macaulay

$\text{Valor Presente del Flujo Ponderado (VPFP)} = \frac{FC_t / (1 + i)^t}{\text{Valor de Inversión}}$ $\text{Duración de Macaulay (D)} = \sum t * \text{VPFP}$

En la práctica, el indicador de Macaulay se utiliza a través de una herramienta ajustada, comúnmente conocida como **duración modificada**. Este indicador resulta de dividir la duración de Macaulay entre el rendimiento de la inversión (yield to maturity). El Cuadro 2.2 presenta la derivación de la duración modificada.

Cuadro 2.2 Fórmula de la duración modificada

Se sabe que:

$$\Delta P / P = -D * \Delta (1+i) / (1+i)$$

donde:

P es el precio de un título valor

D es el indicador de duración de Macaulay

i es la tasa de descuento

Entonces:

$$\Delta \%P = -D^m * \Delta (1+i)$$

y **Duración Modificada (D^m)** es $D^m = D / (1+i)$

A partir de lo presentado en el Cuadro 2.2., y luego de una agrupación algebraica simple, se puede apreciar que la duración modificada es proporcional a la derivada del precio del instrumento en función de la tasa de interés (1 + i). De este modo, se interpreta que la duración modificada refleja los cambios que ocurrirán en el valor de la inversión ante cambios en la tasa de interés de mercado, con un factor de ajuste de (1/P).

Así, un mayor valor obtenido para D^m implica una mayor vulnerabilidad de la inversión a disminuir su valor ante cambios en la tasa de interés y, por lo tanto, resulta en una mayor vulnerabilidad del fondo a sufrir pérdidas.

Adicionalmente, se deberá evaluar la **convexidad** del portafolio. Como se indicara anteriormente, el indicador de duración establece que existe una relación proporcional lineal entre los cambios en tasa de interés y precio. No obstante, en términos precisos la relación usualmente no es lineal, más bien describe una curva de forma convexa asociada, entre otros, al denominado “riesgo de spread”. El indicador de convexidad permite identificar con precisión dicha relación no lineal, estimando el ritmo al cual cambia el valor de los instrumentos ante variaciones progresivas en la tasa de interés.

De este modo, el indicador de convexidad permite mejorar la aproximación obtenida a través de la duración respecto a la sensibilidad del precio de los valores ante cambios en la tasa de interés de mercado. El cuadro 2.3 presenta el indicador de sensibilidad de precio que puede ser construido incorporando el concepto de convexidad.

Cuadro 2.3 Sensibilidad a la tasa de interés, ajustada por convexidad.

Se sabe que:

$$\text{Convexidad} = \frac{1}{P * (1+i)} * \sum [FC / (1+i)^t] (t^2 + t)$$

La convexidad corresponde a la segunda derivada del precio con respecto a la tasa de interés. En consecuencia, el indicador que representa la sensibilidad del precio

ante cambios en la tasa de interés, ajustada por el factor de convexidad tiene la siguiente forma:

$$\Delta\%P = - D^m * \Delta (1 + i) + 0.5 * \text{Convexidad} * [\Delta (1 + i)]^2$$

Uno de los riesgos que puede ser evaluado como resultado del análisis de convexidad es el llamado “**riesgo de spread**” o riesgo asociado al incremento asimétrico de las tasas de descuento de instrumentos de mayor riesgo. El riesgo de spread se refiere al mayor incremento relativo que sufren las tasas de interés exigidas a valores de mayor riesgo cuando el nivel general de tasas de interés se incrementa. Un ejemplo de ello ocurre en los instrumentos de países emergentes que incrementan su spread en, por ejemplo 1.5%, cuando las tasas de interés de mercado suben en 1%. En este aspecto, el indicador de convexidad provee información relevante en la medida que recoge de manera cuantitativa la sensibilidad del precio de los instrumentos de mayor riesgo (asociados a tasas de interés superiores) ante cambios progresivos en el yield. De este modo, el análisis de PCR evalúa de manera objetiva el riesgo de spread en las inversiones del fondo.

Es importante indicar que los indicadores de riesgo de tasa de interés, presentados en este documento, constituyen información fundamental y permanentemente revisada por los administradores de riesgos de fondos de inversión. En consecuencia, se espera que dichos indicadores sean proporcionados por el propio fondo, bajo su responsabilidad por la precisión de la información.

La evaluación de riesgo de PCR incorpora, además del análisis estático de los indicadores mencionados, un análisis de sensibilidad que permite cuantificar la vulnerabilidad en el valor del fondo ante diversos escenarios de volatilidad en la tasa de interés de mercado.

En este sentido, es indispensable que cualquier metodología confiable de Calificación de riesgo de fondos de inversión en activos líquidos incorpore un análisis del **Valor en Riesgo** (VaR) para el portafolio de manera integral. Esto, considerando que el VaR es una de las herramientas de gestión de riesgo de mercado más difundidas entre los administradores de fondos a nivel internacional.

Si bien es cierto que el VaR es un indicador de riesgo que considera de manera conjunta todas las fuentes de riesgo de mercado al que está expuesto el portafolio, cabe la posibilidad de modelar el VaR en función del riesgo de tasa de interés y proporcionarlo como insumo para este análisis. De no ser posible, el análisis se deberá realizar con la medida integral de riesgo de mercado, es decir, con el VaR típico. El Cuadro 2.4 presenta una breve descripción de la racionalidad del VaR.

Cuadro 2.4 Racionalidad del VaR

El VaR estima el nivel máximo de pérdida esperada en el valor de un portafolio, como resultado de su exposición a diversos riesgos	<p>El indicador de <i>Value at Risk</i> (VaR), o Valor en Riesgo, estima el máximo nivel de pérdida esperada en el valor de un portafolio de inversiones, sujeto a un conjunto de factores de riesgo de mercado y un nivel de confianza estadística deseado.</p> <p>El indicador está basado en una distribución de probabilidad asociada al valor de mercado del portafolio, el cual depende de un conjunto de factores de riesgo (liquidez, tasa de interés, etc.). Dicha relación requiere ser modelada de manera que se represente algebraicamente la relación funcional existente entre el valor del portafolio y los diversos factores de riesgo que lo afectan. Esta constituye la primera etapa de la estimación del VaR.</p> <p>Por su parte, los factores de riesgo considerados también siguen una distribución de probabilidad que deberá ser caracterizada, a partir de la cual se podrán obtener estimaciones de sus valores esperados. Esta constituye la segunda etapa de la estimación del VaR.</p> <p>Finalmente, vinculando las dos etapas previas, se estimará el nivel por debajo del cual no se espera que el valor del portafolio disminuya, condicionado a los diversos factores de riesgo estimados y al nivel de confianza estadística tomado.</p> <p>Dependiendo del procedimiento de vinculación utilizado, se pueden tener indicadores de VaR lineales, cuadráticos, Monte Carlo o históricos. Cabe indicar que la estimación práctica del VaR requiere el uso de <i>software</i> e infraestructura informática particular, por lo que se requerirá que los administradores del fondo provean dicha información al analista encargado de la Calificación de riesgo.</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Ejemplo: Interpretación del VaR

Si el VaR al 90% de confianza de un día de negociación es US\$ 10 millones, se podrá interpretar que, con un 90% de confianza, la pérdida de valor del fondo no superará los US\$ 10 millones en un día de negociación.

Adicionalmente, el análisis de PCR considera la vulnerabilidad que introducen en los resultados del fondo, las inversiones cuya rentabilidad está asociada al desempeño de determinados índices financieros o reales. La incertidumbre respecto a la evolución de dichos indicadores podrá ser incorporada en el cálculo del VaR. De igual manera, constituye un elemento a ser considerado en la valoración de la exposición del fondo a riesgos de mercado, así como al evaluar sus políticas de inversión.

Finalmente, al igual que en la evaluación de riesgo crediticio, la selección de una sola muestra del portafolio introduce un potencial sesgo de selección en las conclusiones que se obtengan respecto al riesgo de tasa de interés. Por este motivo, se recomienda seleccionar una muestra de fechas en las que se evaluará el portafolio (de manera discrecional o aleatoria) siguiendo las pautas presentadas en el punto 1.

b) Estimando el riesgo de liquidez

El análisis se orienta a la estimación de la vulnerabilidad del fondo a sufrir pérdidas en valor ocasionadas por la presencia de iliquidez en sus operaciones. Si bien el riesgo de liquidez puede percibirse, comúnmente y dependiendo del tipo de fondo, como un factor de corto plazo, sus implicancias podrían comprometer la solvencia de largo plazo según la magnitud de la erosión que presenten los precios de los instrumentos adquiridos, afectando, el valor consolidado del portafolio durante el periodo de iliquidez.

La estimación del riesgo de liquidez se enfoca en dos aspectos:

- a. En el activo, a través del análisis de las inversiones del fondo; y
- b. En el pasivo, a través del análisis de la concentración de partícipes y su perfil de inversión, así como en la evaluación del impacto del endeudamiento. Adicionalmente, se evaluará la existencia o recurrencia de factores que puedan exponer al fondo a sufrir rescates masivos de cuotas de participación.

Es fundamental precisar que, en lo referido a los **activos** del fondo, el análisis se sustentará en la construcción y estudio de indicadores que permitan estimar la rapidez con que las inversiones pueden convertirse a fondos líquidos sin sufrir erosión considerable en su valor. Entre los indicadores usualmente considerados se tiene:

- Frecuencia de negociación de los instrumentos.
- Volumen total en circulación de los instrumentos.
- Porcentaje del patrimonio que se encuentra en circulación, por instrumento.
- Porcentaje del activo del fondo mantenido en depósitos overnight.
- Profundidad relativa de los mercados de capitales en los que se invierte.
- Número de participantes importantes en el mercado.

Es importante señalar que la calidad crediticia de los activos del fondo guarda relación con el riesgo de liquidez que afronta. Esto debido a que en escenarios de flight to quality, los activos de menor calidad crediticia generalmente tienden a perder liquidez a un ritmo más acelerado que los demás instrumentos. En este sentido, el riesgo crediticio se enlaza con el riesgo de liquidez, por lo que deberá ser considerado en esta etapa del análisis como un factor que podría introducir mayor vulnerabilidad al fondo en periodos de iliquidez.

En lo referido a los **pasivos** del fondo de inversión, el análisis de liquidez se sustenta en:

- a. La evaluación de concentraciones por partícipe.
- b. El estudio cualitativo del perfil de los partícipes.
- c. La existencia de deuda contraída por el fondo.

Una elevada concentración de los recursos del fondo en un número reducido de partícipes introduce un importante riesgo de liquidez en sus operaciones, en la medida en que las decisiones de inversión de un pequeño grupo de participantes pueden mermar el valor de una gran proporción de los activos del fondo. En este aspecto, es importante distinguir entre los mecanismos de rescate asociados a un fondo abierto respecto a los asociados a un fondo cerrado, estando los primeros, usualmente, vinculados a una mayor volatilidad del pasivo.

En este sentido, PCR utiliza como herramienta de análisis de la concentración del fondo, los porcentajes del valor que representan las cuotas mantenidas por los 5, 10, 30, 50 y 100 principales partícipes. Dado que mayores porcentajes de concentración implican un mayor riesgo de liquidez potencial del fondo, una alta concentración deberá resultar en políticas de inversión más conservadoras a fin de gestionar adecuadamente este riesgo.

Respecto al **perfil del partícipe**, las políticas de inversión de distintos tipos de partícipe afectan de manera diversa el riesgo de liquidez que afronta un fondo de inversión. Por ejemplo, un fondo de inversión cuya composición de partícipes muestre presencia dominante de inversionistas como *hedge funds*, impone un nivel de riesgo de liquidez superior al que enfrenta un fondo compuesto principalmente por partícipes de largo plazo como los vinculados a la gestión de pensiones de jubilación.

Adicionalmente, la evaluación considerará la evidencia pasada reciente respecto a los montos y frecuencia de rescate de cuotas.

El análisis de PCR deberá considerar, en la medida de lo posible, la estimación de porcentajes que permitan recoger la proporción relativa de partícipes según su naturaleza (privados, institucionales, conservadores, agresivos, etc.), incorporando este factor de riesgo en su valoración del riesgo de liquidez al que está expuesto el fondo de inversión.

Adicionalmente, en caso de que el fondo de inversión haya contraído **deudas** financieras se deberá evaluar el calce de plazos esperado, a fin de que las obligaciones que se deberán afrontar por el pasivo no impliquen liquidaciones inconvenientes de inversiones con el objetivo de cubrir requerimientos de liquidez de corto plazo.

Finalmente, al igual que en la evaluación de riesgo crediticio, la selección de una sola muestra del portafolio introduce un potencial sesgo de selección en las conclusiones que se obtengan respecto al riesgo de tasa de liquidez. Por este motivo, se recomienda seleccionar una muestra de fechas en las que se evaluará el portafolio (de manera discrecional o aleatoria) siguiendo las pautas presentadas en el punto 1.

c) Estimando el riesgo de tipo de cambio

El análisis se orienta a la estimación de la vulnerabilidad del portafolio a sufrir pérdidas en valor ocasionadas por movimientos del tipo de cambio de mercado, al margen de si el origen de dichos cambios está asociado a una decisión soberana de política económica o a movimientos espontáneos de la oferta y demanda de monedas. Haciendo abstracción del origen del movimiento, el análisis de PCR busca estimar cuánto puede perder en valor el fondo ante volatilidad en el tipo de cambio. En el caso de fondos que invierten en diversas monedas, la referencia respecto a la pérdida o ganancia de valor se establecerá en términos relativos a la moneda en la cual se emiten las cuotas de participación pues constituyen la unidad de medida y depósito de valor elegido por los partícipes.

Las organizaciones dedicadas a la realización de inversiones enfrentan permanentemente riesgos de tipo de cambio en sus operaciones. Comúnmente, este tipo de riesgo es mitigado directamente a través de un adecuado calce de monedas entre activo y pasivo. En el caso de los fondos de inversión, el calce de monedas entre las inversiones y las cuotas de participación limita la vulnerabilidad del fondo a registrar pérdidas de valor, en la moneda de emisión de las participaciones, ocasionadas por la conversión de los activos a fondos líquidos requeridos para afrontar el rescate de cuotas.

El mantenimiento de inversiones indexadas al tipo de cambio puede tener un rol importante como mitigador de este riesgo, aunque debe considerarse que herramientas como ésta, fundamentalmente transforman un riesgo de tasa de interés en un riesgo crediticio, pues el flujo de ingresos para el fondo dependerá, luego de la indexación, de la fortaleza financiera de la contraparte, de manera que le permita asumir la volatilidad cambiaria y afrontar sus pagos oportunamente.

No obstante, la gestión de riesgo de tipo de cambio podrá tolerar cierto nivel de descalce de monedas entre pasivos y activos, como parte de la estrategia de inversión del fondo, cuando las expectativas de los administradores están asociadas a una baja probabilidad de pérdida de valor por conversión o cierta probabilidad de ganancia producto del descalce.

El análisis de PCR considera el impacto potencial de la magnitud de los descalces sobre el valor del fondo, dada una probabilidad de ocurrencia de volatilidad en el tipo

de cambio. En este sentido, es también recomendable realizar un análisis del **Valor en Riesgo (VaR)** para el portafolio de manera integral. El VaR es una herramienta que debe ser continuamente revisada por los administradores del fondo, por lo que se espera que dicha variable sea proporcionada al analista encargado, bajo responsabilidad.

Finalmente, al igual que en la evaluación de riesgo crediticio, la selección de una sola muestra del portafolio introduce un potencial sesgo de selección en las conclusiones que se obtengan respecto al riesgo de tipo de cambio. Por este motivo, se recomienda seleccionar una muestra de fechas en las que se evaluará el portafolio (de manera discrecional o aleatoria) siguiendo las pautas presentadas en el punto 1.

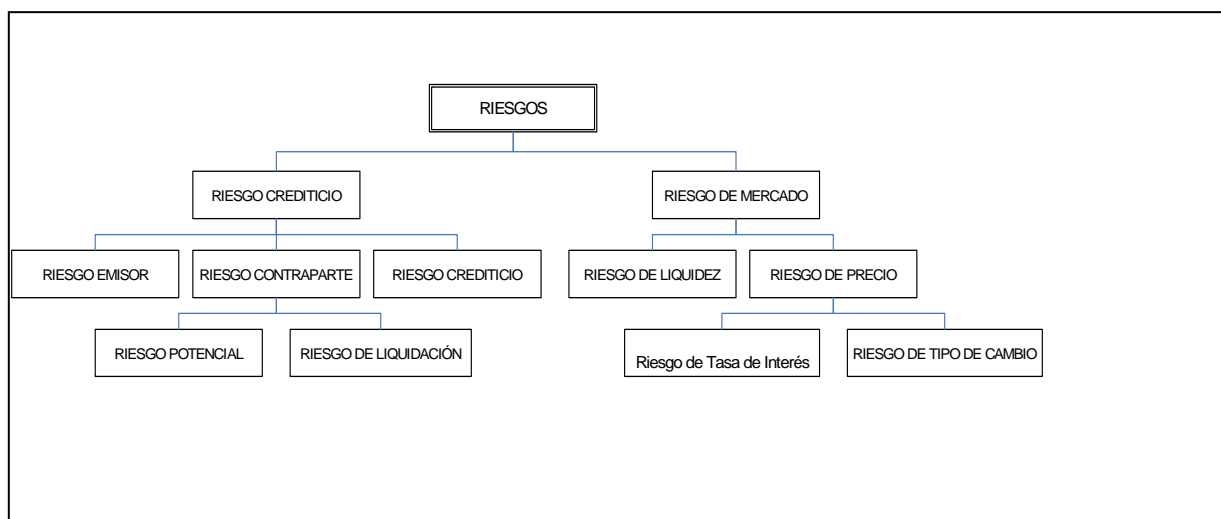
d) Otros riesgos de contraparte

La presencia de riesgo crediticio de contraparte, generada como resultado de la transformación de un riesgo inicial distinto, no es exclusividad del riesgo de tipo de cambio. Por el contrario, dicha transformación puede aplicarse a otros riesgos de mercado a través de **estructuras de financiamiento y de cobertura** particulares. Dichos mecanismos de conversión de riesgos son identificados y evaluados por PCR en su análisis, estimando el impacto que tendrán sobre la vulnerabilidad del fondo.

Del mismo modo, la realización de inversiones en instrumentos derivados introduce la consideración de riesgo crediticio de contraparte, junto con la evaluación regular del riesgo de mercado que incorporan al valor esperado del portafolio. Adicionalmente, la presencia de instrumentos derivados asociados a valores de renta fija (por ejemplo, opciones de compra) introducen riesgos de **prepago** o de recompra de los valores en la gestión del portafolio, afectando la generación esperada de flujos de caja y, por lo tanto, su valor. El impacto de dichos riesgos sobre el valor esperado del portafolio del fondo también deberá ser evaluado, incluso pudiendo ser incorporado por los administradores del fondo en el cálculo del VaR como un factor de riesgo adicional.

Los mecanismos de financiamiento y de cobertura mencionados deberán ser evaluados enfatizando el rol de la fortaleza financiera de la contraparte, junto con el riesgo de mercado introducido, como principales sustentos de la opinión de riesgo asociada. El cuadro 2.5 presenta una esquematización de los principales riesgos crediticios y de mercado involucrados.

Cuadro 2.5 Riesgos crediticio y de mercado



3. Análisis de Riesgo Fiduciario

El riesgo fiduciario está vinculado, ampliamente, a tres elementos: estructura y dinámica organizacional, calidad de los recursos humanos y sistemas de información de las Sociedades Administrativas de Fondos de Inversión (SAFI).

El análisis está orientado a la evaluación del impacto que tiene la estructura organizacional, así como los recursos humanos y tecnológicos de la SAFI sobre la vulnerabilidad a sufrir pérdidas en el valor del portafolio del fondo de inversión. Este pilar de la evaluación se sustenta principalmente en el análisis cualitativo de tres elementos:

- a. Organización y procesos
- b. Recursos Humanos
- c. Sistemas de información

a) Analizando la organización y sus procesos

El análisis de la organización y procesos se orienta fundamentalmente a evaluar dos aspectos de la gestión del fondo:

- a. Se examina las políticas y mecanismos utilizados para la toma de decisiones de inversión y su ejecución.
- b. Se evalúa las políticas y mecanismos que guían la ejecución de las actividades de *back office*, haciendo énfasis en los procesos y métodos de valoración de inversiones, los cuales podrían constituir fuente de vulnerabilidad o fortaleza ficticias.

En lo referido a los procesos vinculados a la toma de decisiones de inversión, el análisis examina el diseño e implementación de políticas formales de inversión y de gestión de riesgos, asociadas a estándares internacionalmente aceptados en dichas materias. En este aspecto se evalúa la existencia de políticas de topes y controles de inversión por actividad, por emisor, por nivel de riesgo máximo aceptable, por tipo de instrumento, entre otros. Según la naturaleza del fondo, este criterio podrá incorporar el análisis de políticas asociadas a la compra de repos (fondos de mercado de dinero), de bonos indexados (fondos mixtos), entre otros. Asimismo, se evalúa la transparencia en la realización de operaciones de trading, considerando, entre otros, la existencia de potenciales conflictos de interés asociados.

Por otro lado, es importante analizar que los métodos de valorización de portafolio utilizados por el **back office** sean precisos y transparentes (VAN, *mark to market*, *benchmarks*, entre otros). Es importante que la SAFI cuente con una sólida unidad de *back office*, independiente de las unidades de *trading*, con capacidad de construir adecuados indicadores de desempeño del portafolio. Asimismo, la evaluación considerará la evidencia pasada respecto a posibles problemas registrados en este tipo de actividades.

La estructura organizacional de la SAFI deberá permitir la identificación clara de tareas, derechos, y responsabilidades de sus empleados. Las tareas que deben ser ejecutadas por los diferentes empleados, especialmente los vinculados a la gestión de inversiones, deben ser descritas en detalle y de manera precisa, a fin de evitar vacíos organizacionales que puedan afectar la toma de decisiones eficientes. Las responsabilidades deberán estar claramente delimitadas y asociadas a cada empleado, y supervisadas en un contexto de rendición de cuentas y transparencia permanente.

Adicionalmente, la estructura organizacional de la SAFI deberá contemplar el desarrollo y mantenimiento de adecuados canales de comunicación periódicos y no periódicos con el partícipe, a fin de que pueda tomar decisiones de mantenimiento,

incremento o retiro de cuotas de participación sobre la base de información veraz y oportuna provista por los administradores.

Es fundamental que en la composición organizacional se incluya la formación de un Comité de Inversiones y Comité de Vigilancia, encargado de establecer los lineamientos de política de la gestión de inversiones y supervisar permanentemente los resultados del portafolio.

Finalmente, es importante que la estructura organizacional de la SAFI contemple la existencia de una unidad de auditoría interna, que pueda realizar actividades de control periódicas a la gestión de diversas áreas de la institución.

b) Analizando los recursos humanos

El análisis se orienta a examinar:

- a. La capacidad profesional del personal que participa en la gestión del fondo.
- b. La transparencia de los procesos de selección de personal.
- c. Los sistemas diseñados para garantizar un adecuado plan de sucesión en posiciones clave.
- d. La descripción precisa de los perfiles requeridos en las posiciones.
- e. El efecto de los esquemas de retribución e incentivos sobre el personal.

Es fundamental evaluar el método de selección y contratación de personal que se utiliza en la SAFI. La existencia de procesos transparentes promoverá una adecuada gestión de riesgos. La ausencia de dichos criterios podría comprometer el desempeño de la institución, en la medida que podrían promover errores de selección y contratación.

En este sentido, es necesario que las posiciones de trabajo cuenten con una descripción precisa del perfil requerido de sus postulantes, indicando formación profesional, años de experiencia, habilidades y aptitudes necesarias.

Asimismo, es importante que la unidad de recursos humanos realice una evaluación periódica del desempeño del personal, a fin de identificar y corregir posibles ineficiencias en la gestión del fondo causadas por sus recursos humanos, e incorporando dichos resultados en los mecanismos de renovación y reemplazo de personal.

Adicionalmente, es muy importante que la SAFI maneje un plan de sucesión para sus recursos humanos. La existencia de dicho plan reducirá la vulnerabilidad de la SAFI a sufrir deterioros en la gestión, ocasionados por la salida o rotación de personal clave. Este constituye un factor de riesgo crucial, que exige la implementación preventiva de mecanismos permanentes de transferencia de conocimientos y sistematización de procesos en la gestión.

Finalmente, al analizar el impacto de los recursos humanos sobre la fortaleza de la SAFI, es fundamental evaluar los incentivos que generan los esquemas de compensación y retribución en la conducta de los empleados. Es importante evaluar que dichos esquemas no generen incentivos perversos o desalineados con los objetivos de los partícipes del fondo.

c) Analizando los sistemas de información

Los sistemas de información están constituidos por los equipos y procesos tecnológicos interconectados que soportan las operaciones de la SAFI. En este aspecto se evalúa la calidad de dicha infraestructura tecnológica, así como la capacidad de los procesos para promover la generación y fluidez de información confiable y oportuna a los gestores del fondo.

Dado que la toma de decisiones sustentada en información imprecisa o inoportuna, provista por deficientes sistemas de información, tendría un efecto negativo crítico sobre la vulnerabilidad de la institución a sufrir pérdidas de valor, es fundamental considerar la calidad de la tecnología utilizada al realizar un análisis de riesgo integral.

La tecnología juega un rol fundamental en diversos procesos ejecutados por la SAFI . Los principales procesos que se analizan desde el enfoque de calidad de tecnológica son la identificación de oportunidades de inversión, selección y análisis de riesgo, toma de decisiones de inversión, transmisión de decisiones de inversión, trading, VAR, seguimiento de inversiones y, finalmente, valorización del portafolio.

En este sentido, es fundamental que la institución cuente con soporte tecnológico integrado (hardware y software) adecuado para la naturaleza y velocidad de sus actividades. Asimismo, es importante que la SAFI cuente con una unidad encargada de evaluar permanentemente el desempeño de los sistemas de información, a fin de proponer mejoras a los sistemas, renovación de equipos, rediseño de procesos, entre otros.

4. Determinación de la Calificación de riesgo

PCR ha distinguido sus escalas de Calificación de riesgo, según el perfil del inversionista al cual está dirigido un fondo de inversión: conservador, moderado y agresivo.

La determinación de la Calificación de riesgo es el resultado de la valoración conjunta de los **tres pilares** de la evaluación de PCR: riesgo crediticio, riesgo de mercado y riesgo fiduciario. En el Cuadro 4.1 se presenta, a manera de esquema, los principales elementos que sustentan la Calificación de riesgo de un fondo de inversión.

Cuadro 4.1 Síntesis de los principales elementos que sustentan la Calificación

Riesgo Crediticio	Riesgo de Mercado	Riesgo Fiduciario
<ul style="list-style-type: none"> - Calificaciones de riesgo crediticio - Calificaciones de riesgo accionario - RFPP - Análisis de concentraciones - <i>Benchmarks</i> de mercado - Sistema de evaluación de riesgo crediticio - Sistema de riesgo accionario 	<ul style="list-style-type: none"> - Análisis de correlaciones Tasa de interés - Duración - Duración modificada - Convexidad - <i>Spread</i> - Valor en Riesgo - Rentabilidad atada a índices Liquidez - Frecuencia de negociación - Volumen en circulación - Fondos líquidos - Participantes en el mercado - Profundidad del mercado - Perfil del partícipe - Concentración por partícipe - Deuda contraída 	<ul style="list-style-type: none"> Organización y procesos - Políticas y procesos de inversión - Políticas y procesos de <i>back office</i> - Valorización del portafolio - Estructura organizacional Recursos Humanos - Capacidad profesional del personal - Procesos de selección de personal - Planes de sucesión - Descripción de perfiles por posición - Esquemas de retribución e incentivos Sistemas de Información

	Tipo de cambio - Calce de monedas - Valor en riesgo Otros riesgos de contraparte - Estructuras de financiamiento y cobertura - Instrumentos derivados	
Riesgo Crediticio	Riesgo de Mercado	Riesgo Fiduciario

a) Distinción del perfil del fondo

Sobre la base de los elementos analizados se ha establecido escalas de Calificación distinguiendo entre los 3 tipos de inversionista al cual está dirigido el fondo: conservador, moderado y agresivo. El Cuadro 4.2 presenta los tres tipos de perfiles de fondo.

Cuadro 4.2 Perfiles de fondo según el tipo de inversionista al que están dirigidos.

C	Estos fondos están dirigidos a los inversionistas que tienen un perfil de inversión conservador que busca rentabilidad, pero con una probabilidad mínima de pérdidas de capital o niveles de severidad muy bajos.
M	Estos fondos están dirigidos a los inversionistas que tienen un perfil de inversión caracterizado por asumir un riesgo moderado, obteniendo una rentabilidad mayor con una probabilidad baja de pérdidas inesperadas o con bajos niveles de severidad.
A	Estos fondos están dirigidos a los inversionistas que tienen un perfil de inversión agresivo, con aceptación de riesgo para obtener mayores niveles rentabilidad, pero con una probabilidad mayor de pérdidas inesperadas o con considerables niveles de severidad.

b) Escala de Calificación de riesgo de mercado

PCR ha establecido una escala de Calificación que contiene opinión relativa únicamente al riesgo de mercado al que está expuesto un fondo de inversión. El Cuadro 4.3 presenta las escalas relacionadas al nivel de riesgo de mercado.

Cuadro 4.3 Escala de Calificación de riesgo de mercado.

Esta escala no debe leerse de manera independiente, sino complementada por la escala previa de perfil del fondo: C, M o A.

1	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una reducida volatilidad ante variaciones en las condiciones de mercado.
2	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una moderada volatilidad ante variaciones en las condiciones de mercado.
3	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con aceptable volatilidad ante cambios en las condiciones de mercado.
4	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con considerable volatilidad ante variaciones en las condiciones de mercado.
5	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una alta volatilidad ante variaciones en las condiciones de mercado.

Todas las categorías de Calificación podrán ser complementadas, si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o empeorando, respectivamente, la Calificación alcanzada entre las categorías 1 y 4. Las escalas locales serán identificadas, usualmente, añadiendo un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

c) Escala de Calificación de riesgo fiduciario

PCR ha establecido una escala de Calificación de riesgo fiduciario que se presenta en el Cuadro 4.4

Cuadro 4.4 Escala de Calificación de riesgo fiduciario

<p>AAAf: La administración del fondo cuenta con capacidad para llevar a cabo una excepcional gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es mínimo como resultado de la capacidad profesional de los administradores, el excepcional diseño organizacional y de procesos, la rigurosa ejecución de los mismos, así como por el uso de sistemas de información de la más alta calidad..</p> <p>AAf: La administración del fondo cuenta con capacidad para llevar a cabo una muy buena gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es considerablemente bajo como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el muy buen diseño organizacional y de procesos, la efectiva ejecución de dichos procesos, así como por el uso de sistemas de información de muy alta calidad.</p> <p>Af: La administración del fondo cuenta con capacidad para llevar a cabo una buena gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es bajo como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el buen diseño organizacional y de procesos, la adecuada ejecución de dichos procesos, así como por el uso de sistemas de información de alta calidad.</p> <p>BBBf: La administración del fondo cuenta con capacidad para llevar a cabo una satisfactoria gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es aceptable como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el satisfactorio diseño organizacional y de procesos, la ejecución de dichos procesos, así como por el uso de sistemas de información de calidad aceptable.</p>

BBf: La administración del fondo cuenta con capacidad inferior a la satisfactoria para llevar a cabo una gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es superior al aceptable como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el inadecuado diseño organizacional, el inapropiado diseño o ejecución de procesos, así como por el uso de sistemas de información de calidad inferior a la aceptable.

Bf: La capacidad de la administración del fondo promueve una mala gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es alto como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el mal diseño organizacional, el inapropiado diseño o ejecución de procesos, así como el uso de sistemas de información de mala calidad.

CCCf: Corresponde a las administradoras que están en liquidación o están próximas a entrar en liquidación.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AAf y CCCf.

Para aquellas compañías que presentan menos de tres años de información suficiente, por tener una presencia inferior a dicho periodo en el mercado, a la categoría de Calificación se le agregará la letra "n", por nueva Calificación.

Es importante señalar que bajo ninguna circunstancia estas Calificaciones se pueden hacer comparables a las de instrumentos de deuda.

d) Escala de Calificación de riesgo fundamental

PCR ha establecido una escala de Calificación de riesgo crediticio que se presenta en el Cuadro 4.5

Cuadro 4.5 Escala de Calificación de riesgo crediticio

Esta escala no debe leerse de manera independiente, sino complementada por la escala previa de perfil del fondo: C, M o A

Sobresaliente	AAf	Los factores de protección que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son sobresalientes. Los fondos agrupados en esta categoría invierten en valores, bienes y demás activos de alta y sobresaliente calidad crediticia y presentan una alta flexibilidad para adaptar su portafolio a las posibles condiciones cambiantes de mercado. La calidad de sus activos es consistente y poco volátil.
Alto	AAf	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son altos. En esta categoría se incluirán aquellos Fondos que se caractericen por invertir de manera consistente y mayoritariamente en valores, bienes y demás activos de alta calidad crediticia. El perfil de la cartera deberá caracterizarse por mantener valores bien diversificados y con prudente liquidez.
Bueno	Af	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son buenos. Los Fondos agrupados en este nivel poseen carteras balanceadas cuyas emisiones y/o calidad de activos fluctúan entre niveles de calidad crediticia sobresalientes hasta satisfactorias, con el objeto de tratar de aprovechar oportunidades de rendimientos mayores.
Satisfactorio	BBf	Los factores de protección que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son aceptables. Los Fondos agrupados en este nivel poseen un perfil de riesgo razonable. En condiciones de mercado desfavorables su flexibilidad financiera pudiera reducirse, ya que la porción de los títulos de menor calidad crediticia o activos de mayor riesgo usualmente resulta más afectada que la de alta calidad, lo que dificulta su operación. La volatilidad en la calidad de

		activos de este tipo de Fondos es alta.
No Clasifica para Inversión	BBf	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son bajos. Los Fondos incluidos en esta categoría presentan incertidumbre de cumplir sus objetivos de inversión. Esta Calificación comprende fondos que poseen riesgos superiores a los aceptables, que requieren cambios fundamentales en sus carteras y, en general, en su política de inversión.
	Bf	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son mínimos. Los fondos agrupados en esta categoría presentan una alta incertidumbre en el cumplimiento de sus objetivos de inversión. La cartera posee riesgos elevados de incumplimiento, pudiendo presentar una significativa concentración de títulos-valores o activos con alto riesgo. La volatilidad de sus activos es alta.
	CCCf	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son deficientes. La calidad administrativa de los Fondos incluidos en esta categoría es deficiente, la cartera de inversiones posee un muy elevado riesgo de incumplimiento y la volatilidad de sus activos es muy alta.
Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AAf y BBBf.		

e) Escala de Calificación de riesgo integral

Finalmente, PCR ha establecido una escala de Calificación integral que contiene opinión respecto a la probabilidad de pérdida de valor del fondo de inversión, en función del análisis integral y conjunto de los riesgos crediticios, de mercado y fiduciario. El Cuadro 4.6 presenta dicha escala.

Cuadro 4.6 Escala de Calificación de riesgo integral de un fondo de inversión.

Esta escalano debe leerse de manera independiente, sino complementada por la escala previa de perfil del fondo: C, M o A.

1f	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una reducida vulnerabilidad a sufrir pérdidas de valor.
2f	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una moderada vulnerabilidad a sufrir pérdidas en el valor.
3f	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con aceptable vulnerabilidad a sufrir pérdidas en el valor
4f	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con considerable vulnerabilidad a sufrir pérdidas en el valor.
5f	Dentro de su perfil, corresponde a fondos con una alta vulnerabilidad a sufrir pérdidas en su valor.

Todas las categorías de la Calificación podrán ser complementadas, si correspondiese, mediante signos (+/-) mejorando o empeorando, respectivamente, la Calificación alcanzada entre las categoría 1f y 4f. Las escalas locales serán identificadas, usualmente, añadiendo un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

En síntesis, la Calificación de riesgo de un fondo podrá contemplar hasta cuatro dimensiones, de acuerdo con las escalas establecidas en el presente documento,

distinguiendo, según el perfil del fondo, en las opiniones de riesgo del mercado y de riesgo integral; así como opiniones de riesgo fundamental y riesgo fiduciario.

Ejemplo: Interpretación de la Calificación

Por ejemplo, un fondo de inversión Z podría tener una Calificación de **riesgo de mercado** M3 que corresponde a un fondo con perfil de riesgo moderado y con aceptable volatilidad ante cambios en las condiciones del mercado.

Asimismo, podría tener, por ejemplo, una Calificación de **riesgo fiduciario** Af y de **riesgo fundamental** Af.

Finalmente, podría tener, por ejemplo, una Calificación de riesgo integral M3f que corresponde a un fondo con perfil de riesgo moderado y con aceptable vulnerabilidad a sufrir pérdidas.

En dicho caso, el fondo Z tendría como Cuadro Resumen de Calificaciones

Riesgo de Mercado: M3

Riesgo Fundamental: BBBf

Riesgo Fiduciario: Af

Riesgo Integral: M3f

Calificación de instrumentos en nivel de incumplimiento

La metodología empleada por PCR evalúa tanto aspectos cuantitativos como cualitativos. Dentro del aspecto cuantitativo, el análisis del balance general y el estado de ganancias y pérdidas es punto de partida de la Calificación de instrumentos financieros. La evaluación busca identificar cuando éstos no reúnen las condiciones mínimas a fin de proceder a asignarles el nivel de incumplimiento. Esto ocurrirá en las siguientes situaciones:

- a) Cuando los estados financieros anuales del emisor o garante, según corresponda, no sean aceptados como confiables.
- b) Cuando el emisor o el garante, teniéndolos, no proporcione la información requerida para la Calificación.
- c) Cuando el emisor o el garante provea información falsa o tendenciosa.
- d) Cuando debiendo presentar estados financieros consolidados no lo hiciese.
- e) Cuando a pesar de existir estados financieros confiables, los patrocinadores no sean aptos por razones de idoneidad.
- f) Cuando otras secciones metodológicas del manual de Calificación de PCR así lo requieran, de acuerdo a lo que se estipula en el presente manual de Calificación.

I. Sin Información confiable

Se considerará que los estados financieros anuales no son aceptados como confiables y por lo tanto los instrumentos serán automáticamente clasificados en nivel de incumplimiento, cuando se encuentren en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Cuando, habiendo sido solicitado por PCR y luego de haberse cumplido los plazos dictados por la autoridad competente para la presentación obligatoria de información financiera auditada, el emisor no proporcione estados financieros auditados por sociedades auditoras externas.
- b) Cuando los dictámenes de auditores externos tengan abstención de opinión, producto de discrepancias con la aplicación del plan contable, no existan suficientes elementos de juicio, exista falta de uniformidad en la presentación de la información y en la elaboración de los estados financieros, entre otros o se emita una opinión adversa, y cuyas causas subsistan a la fecha de Calificación.
- c) Cuando al haberse cambiado de auditores externos, se encuentren resultados que se diferencien sustancialmente de los obtenidos en ejercicios anteriores.
- d) Cuando se presente un alto grado de manipulación.
- e) Cuando debiendo presentar estados financieros consolidados no lo hiciesen.

Los estados financieros anuales que no se encuentren auditados externamente y aquellos examinados por auditores externos que al momento de la evaluación no estuvieren inscritos en el Registro de Auditores que lleva la autoridad competente o cuya autorización de funcionamiento haya sido suspendida o cancelada, habida consideración a la falta de idoneidad o incumplimiento de sus funciones, se considerarán estados financieros no confiables desde el punto de vista de auditoría externa.

Respecto a los estados financieros anteriores, se deberá verificar además, si los auditores externos han mantenido, por lo menos los dos últimos ejercicios, vínculo profesional de naturaleza distinta a la auditoría con el emisor.

Se considerará que los estados financieros tienen un alto grado de manipulación cuando ésta sea significativa o periódica. Se entenderá por manipulación aquellas contabilizaciones que hayan afectado los estados financieros sin justificación económica y que distorsionen la situación financiera real de la empresa, mostrando cambios pronunciados con relación a ejercicios anteriores sin sustento aparente.

Para evaluar la significancia y periodicidad de las manipulaciones se deberá proceder de la siguiente forma:

- a) Se extraerá de los estados financieros del período a analizar, todos los eventos susceptibles de considerarse como manipulación.
- b) Se establecerá la periodicidad de las manipulaciones, en base al número de éstas detectadas en el período.
- c) Se recalculará todos los índices financieros, considerando el efecto de las manipulaciones.

II. Discontinuidad en la entrega de la información

Se clasificará en nivel de incumplimiento todo instrumento cuyo emisor no proporcione a las Calificadoras de riesgo, en forma completa y oportuna, la información contable y financiera mínima exigida, con el objeto de realizar el proceso de Calificación de instrumentos.

Se entenderá por información periódica requerida, toda la información pública y privada que se precise para efectuar la Calificación, siguiendo las normas que aparecen en el manual de Calificación de riesgo de la empresa y las normas que sobre la materia dictase la autoridad del mercado de valores.

III. Entrega de información falsa o tendenciosa

Se clasificará en nivel de incumplimiento a aquellos instrumentos para cuya Calificación el emisor hubiese hecho llegar información que resultase falsa o tendenciosa, en el sentido que ésta indujere a conclusiones erróneas respecto a una opinión de riesgo.

IV. No presentación de estados financieros consolidados

La situación financiera de un grupo económico se mide por medio de la evaluación de las empresas que lo conforman. La consolidación de los estados financieros debe mostrar efectivamente y de manera clara, las condiciones que posee para hacer frente a sus obligaciones. La no presentación de estados financieros consolidados constituye una condición mínima para evaluar el riesgo de un determinado grupo económico.

V. Idoneidad de los patrocinadores

Cuando a pesar de presentar estados financieros confiables, tengan como patrocinadores a:

- a) Grupos o personas naturales con prohibición expresa para establecer negocios de cualquier índole por encontrarse incursas en procesos judiciales, administrativos, tributarios.
- b) Grupos o personas naturales, que carezcan de experiencia en negocios similares.

Para todos los casos que presenten alguno de los niveles de incumplimiento descritos en este capítulo PCR optará por la calificación de E que corresponde a aquellas entidades, emisores, instrumentos, que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo

Manual de procedimientos para la Calificación de bonos regionales, provinciales y de entes públicos bajo tales jurisdicciones

Introducción

La presente metodología abarca criterios de Calificación para diversos tipos de bonos emitidos por gobiernos regionales, provinciales y diversos entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones. Se clasificará en base a la solvencia del emisor y a las características del bono o instrumento (teniendo en cuenta que la categoría AAA será la representativa del más bajo riesgo para el inversionista, aumentando el riesgo hasta la categoría DD, que será la de más alto riesgo).

Las categorías de riesgo están basadas en diferente grado, en los siguientes factores, considerados de manera global:

- a) La probabilidad de no pago, es decir, la capacidad o disposición del emisor a pagar los intereses y el capital adeudado, de acuerdo a los términos pactados originalmente en el contrato de emisión del respectivo bono.
- b) Las garantías, avales u otro tipo de características o provisión especial contemplada por la emisión, que pueden otorgar seguridades adicionales más allá de la solvencia del emisor.
- c) Los resguardos para los tenedores de los bonos establecidos en el contrato de emisión, en caso de eventual insolvencia, reorganización o deterioro significativo de la situación financiera del emisor.

Categorías de Calificación de riesgo

Los bonos regionales, provinciales y de entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones, se clasificarán de acuerdo a las siguientes categorías:

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Agrupación de emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar el cumplir sus obligaciones al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.

	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de que no puedan cumplir con sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	E	Corresponde a aquellos emisores que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Procedimientos de Calificación

Análisis previo

Se procederá a evaluar la información respecto al bono. Será considerada información “insuficiente” toda vez que se presuma falsedad en la información suministrada a la Calificadora, o toda vez que los requerimientos de información solicitados por la Calificadora al emisor, relativos a los ítems de Calificación detallados en el presente manual no sean suministrados, o que la misma sea juzgada como muy incompleta por parte de la Calificadora. En aquellos casos en que la información se juzgara como “suficiente”, se seguirá los procedimientos normales de Calificación que se detalla más adelante.

En aquellos casos en que el emisor haya sido constituido en forma reciente y que por ende se carezca de información histórica representativa respecto al mismo, la Calificadora juzgará si cuenta con elementos que pudieran sustituir esa falencia en forma convincente. En caso de que los elementos adicionales fueran juzgados suficientes, se dejará expresa constancia de esta situación con una llamada especial, y se continuará con la aplicación de los procedimientos normales de Calificación.

Procedimientos normales de Calificación

A. Evaluación de la Solvencia del Emisor

Corresponde al análisis conjunto de los siguientes cuatro indicadores:

- I. Demografía y geografía económica.
- II. Economía local
- III. Análisis financiero
- IV. Riesgo político y administrativo

I. Demografía y geografía económica

Los recursos de gobiernos regionales, provinciales y de los entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones dependen de la demografía local y de la geografía económica local. Por ejemplo, si se produce un proceso de migración que hace disminuir la población, se verá afectada la recaudación impositiva y la solvencia del emisor del bono. Los años promedios de educación de la población están asociados con la capacidad de generar ingresos, etc. Los aspectos básicos a considerar en este punto, son los siguientes:

1. Tasa de crecimiento de la población

A efectos de evaluar este punto se compara la tasa de crecimiento de la población de la unidad bajo análisis (región o provincia) con la del país o la región, según corresponda en cada caso. Este indicador se ubicará en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo (crecimiento de la población por encima del promedio de referencia), 2 es riesgo medio (crecimiento de la población similar al promedio de referencia) y 3 es riesgo alto por este concepto (crecimiento de la población muy por debajo del promedio de referencia). Si se analiza un bono regional o un bono garantizado por un gobierno regional, el promedio de referencia será el del país, si se analiza un bono provincial o un bono garantizado por una municipalidad provincial el promedio de referencia será, en principio, el de la región. También se podrá adoptar el del país si el regional no estuviese disponible, o sí a juicio de la Calificadora el del país fuere más relevante.

2. Años promedio de educación

Este es un indicador que está asociado con la capacidad de generar ingresos de la población y su capacidad de pagar impuestos, lo que hace a la evaluación de la solvencia del emisor. A efectos de evaluar este indicador se compara los años promedio de educación de la población de la unidad bajo análisis (región o provincia) con los del país o la región, según corresponda en cada caso. Este indicador se ubicará en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo (años promedio de educación por encima del promedio de referencia), 2 es riesgo medio (años promedio de educación similar al promedio de referencia) y 3 es riesgo alto por este concepto (años promedio de educación muy por debajo del promedio de referencia). Si se analiza un bono regional o un bono garantizado por un gobierno regional, el promedio de referencia será el del país, si se analiza un bono provincial o un bono garantizado por una municipalidad provincial el promedio de referencia será, en principio el de la región. También se podrá adoptar el del país si el regional no estuviese disponible, ó si a juicio de la Calificadora el del país fuere más relevante.

3. Características de la geografía económica

Este es un indicador que está asociado con las características de la región o provincia en cuanto a porcentajes de importancia de las áreas residenciales, comerciales, industriales y rurales; el clima; la localización de las actividades productivas; aspectos de comunicaciones; transporte y de infraestructura en general. La Calificadora evalúa la naturaleza de la geografía económica de la región o provincia en cuestión y ubicará a este indicador en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo correspondiendo a un desarrollo comparativamente alto, el 2 es de riesgo medio correspondiendo a un desarrollo comparativamente medio y el 3 es de riesgo alto correspondiendo a un desarrollo comparativamente bajo. Si se analiza un bono regional o un bono garantizado por un gobierno regional la referencia para la evaluación será la del país, si se analiza un bono provincial

o un bono garantizado por una municipalidad provincial la referencia para la evaluación será, en principio, la de la región. También se podrá adoptar como referencia al país, si la referencia provincial no estuviese disponible, o si a juicio de la Calificadora sea más pertinente el uso de la referencia del país.

Calificación de la demografía y geografía económica

La Calificación de la demografía y geografía económica se hará en función de la Calificación asignada a cada uno de los indicadores definidos previamente. Los criterios de Calificación de la demografía y geografía económica serán los siguientes:

- Si existe uno o más de los indicadores calificados en Nivel 3, la Calificación de la demografía y geografía económica clasificará en Nivel 3 (riesgo alto).
- Si existen dos o más de los indicadores calificados en Nivel 2, la Calificación de la demografía y geografía económica clasificará en Nivel 2 (riesgo medio).
- Si no se está en ninguno de los casos anteriores, la Calificación de la demografía y geografía económica clasificará en Nivel 1 (riesgo bajo).

II. Economía local

La capacidad de una región, provincia o de los entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones para generar ingresos depende principalmente de la economía local. Este factor puede verse sustancialmente alterado si existen transferencias de fondos del gobierno nacional o regional que ayuden a complementar los recursos que el emisor pueda recaudar en base a la economía local. Se analiza en este aspecto tanto la naturaleza de la economía local como la naturaleza de tales transferencias. Los problemas de la economía local pueden afectar adversamente las finanzas regionales, provinciales o la de los entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones, a través de la caída en las recaudaciones o del incremento de los gastos. Por ejemplo, un aumento en el régimen de lluvias locales que inunde los campos, reducirá la producción y las recaudaciones y probablemente aumente los gastos por obras de drenaje.

Los ingresos y los egresos están influenciados por las condiciones de la economía local. El análisis incluye también una evaluación del nivel de diversificación económica de la región o provincia, ya que la diversificación económica provee protección contra las fluctuaciones económicas y una mayor capacidad de pago de los bonos emitidos. Se analiza, además, la estabilidad económica de la economía local, el PBI local y sus tasa de crecimiento, el nivel de ingreso y su tasa de crecimiento, el nivel de desocupación y de empleo y su tendencia. También se analiza cuales son las principales fuentes de ingresos y de trabajo, se realiza el análisis del sector primario, secundario y terciario. También se evalúa los planes regionales o provinciales de inversión por afectar directamente la marcha de la economía local..

Regiones y provincias con niveles de ingresos relativamente altos y una economía local diversificada proveen protección contra fluctuaciones económicas y demuestran que tienen una mayor capacidad para pagar a los tenedores de los bonos emitidos. Esto se deberá analizar en un horizonte coincidente con el horizonte de pago de los bonos, ya que una alta capacidad de pago presente no garantiza una alta capacidad de pago en el momento de la amortización de los bonos. De ser el emisor un ente distinto al gobierno regional o provincial se hará, además el análisis de como las condiciones de la economía local afectan al ente en cuestión. En particular como las condiciones de demanda por sus servicios o productos y sus funcionamiento en general se ve afectado por la economía local.

La Calificadora comparará estos indicadores de manera global relativamente con los del país, región o entes, según corresponda, y evaluará la naturaleza de la economía local y sus efectos, de acuerdo a su riesgo sobre la capacidad de pago de los bonos en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

III. Análisis financiero

Se analiza las finanzas de las regiones, de las municipalidades provinciales o de los entes públicos que operen bajo tales jurisdicciones. Se privilegia una situación de solidez financiera caracterizada por la transparencia en las cuentas públicas, ingresos crecientes, gastos bajo control, normales necesidades de financiamiento y adecuada cobertura del servicio de la deuda. El análisis financiero sigue, en los aspectos sea posible, los lineamientos de evaluación establecidos para la Calificación de riesgo emisiones de deuda en el Manual de Calificación. No obstante, en este caso se enfatizan los aspectos básicos que se presentan a continuación.

1. Naturaleza de las prácticas contables y su impacto sobre los documentos contables y financieros.
2. Análisis de los ingresos.
3. Análisis de los egresos.
4. Necesidades de financiamiento.
5. Cobertura del servicio de la deuda.

1. Naturaleza de las prácticas contables y su impacto sobre los documentos contables y financieros

Si bien la Calificadora no realizará tareas de auditoría, a los fines de comprender en todas sus implicancias los documentos contables y financieros pondrá atención en la naturaleza de las prácticas contables utilizadas en la confección de los documentos contables y financieros. Las peculiaridades que puedan llegar a tener un efecto diferencial en la presentación de los datos, serán tenidas en cuenta en el análisis. La Calificadora comparará estas peculiaridades de manera global relativamente a las prácticas contables más usuales y las evaluará en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

2. Análisis de los ingresos

Se analiza la tendencia y crecimiento de los ingresos, sus fuentes, diversificación, estabilidad y composición en ingresos ordinarios y extraordinarios. Asimismo se analiza las frecuencia y monto de transferencias de recursos que se produzca entre otras entidades políticas o entes bajo jurisdicción de una entidad política. La Calificadora comparará estos indicadores de manera global relativamente con los del país, región, provincia o entes, según corresponda. De este modo, se determinará el riesgo sobre la capacidad de pago de los bonos en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

3. Análisis de los egresos

Se analiza la tendencia y crecimiento de los egresos, sus fuentes, diversificación, estabilidad y composición en ordinarios y extraordinarios. Asimismo, se analiza los gastos de inversión. La Calificadora comparará esos

indicadores de manera global con los del país, región o entes, según corresponda. Evaluará la naturaleza de los egresos, de acuerdo a su riesgo sobre la capacidad de pago de los bonos en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

4. Necesidades de financiamiento

Se analiza la tendencia y crecimiento de las deudas no cobradas, sean impositivas ó por servicios, las necesidades de financiamiento actuales y futuras, las mismas necesidades desglosadas entre financiamiento operativo y no operativo. Asimismo, se analiza la ejecución presupuestaria y la capacidad de endeudamiento. La Calificadora comparará esos indicadores de manera global relativamente con los del país, región o entes, según corresponda. Evaluará la naturaleza de la necesidad de financiación, de acuerdo a su riesgo sobre la capacidad de pago de los bonos en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

5. Cobertura del servicio de la deuda

El indicador se define como:

$\frac{\text{Total de ingresos menos gastos operativos (sin amortizaciones ni intereses)}}{\text{Servicio anual de la deuda.}}$

Este indicador califica en alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 de más bajo riesgo (cuando el indicador es mayor a 2), el 2 de riesgo medio (cuando el indicador es mayor a 1 pero menor o igual a 2) y el 3 de más alto riesgo (cuando el indicador es menor o igual a 1).

Calificación del análisis financiero

La Calificación del análisis financiero se hará en función de la Calificación asignada a cada uno de los indicadores definidos previamente. Los criterios de Calificación del análisis financiero serán los siguientes:

- * Si existe uno ó más de los indicadores calificados en Nivel 3, la Calificación del análisis financiero clasificará en Nivel 3 (riesgo alto).
- * Si existen dos ó más de los indicadores calificados en Nivel 2, la Calificación del análisis financiero clasificará en Nivel 2 (riesgo medio).
- * Si no esta en ninguno de los casos anteriores, la Calificación del análisis financiero clasificará en Nivel 1 (riesgo bajo).

IV. Riesgo político y administrativo

El objeto del análisis será proporcionar información cualitativa adicional y complementaria a través de aspectos referidos a la situación política del gobierno, al compromiso político de mantener una situación financiera sólida o de alterarla, a la capacidad para incrementar impuestos y tarifas, a la discrecionalidad en los gastos, evidencias de corrupción, a la capacidad profesional de los planteles directivos, a las técnicas de presupuesto, a las relaciones laborales, a los controles gerenciales, a los sistemas de planificación, al grado de modernización operativa y otros aspectos que se considere relevantes.

La Calificadora comparará esos indicadores como un todo relativamente con los del país, región o entes, según corresponda. Evaluará el riesgo político y administrativo, de acuerdo a su riesgo sobre la capacidad de pago de los bonos en

alguno de los 3 rangos o niveles definidos como 1, 2 y 3 siendo el 1 el de más bajo riesgo, el 2 de riesgo medio y el 3 de más alto riesgo.

Calificación de la solvencia del emisor

La Calificación de la solvencia del emisor se hará en función de la Calificación asignada a cada uno de los indicadores definidos previamente: demografía y geografía económica, economía local, análisis financiero y riesgo político y administrativo. Se adoptará el criterio de establecer puntajes a cada una de las calificaciones de estos indicadores de acuerdo a los siguientes criterios:

	<i>Nivel</i>	<i>Puntaje</i>
<i>Demografía y geografía económica</i>	1/2/3	1/2/4
<i>Economía local</i>	1/2/3	1/2/4
<i>Análisis financiero</i>	1/2/3	1/2/4
<i>Riesgo político y administrativo</i>	1/2/3	1/2/4

Asimismo la categoría de Calificación de la solvencia del emisor, se establecerá en general, de acuerdo al siguiente procedimiento:

<i>Categoría de Calificación</i>	<i>Sumatoria Puntaje</i>
<i>AAA</i>	4
<i>AA</i>	5
<i>A</i>	6
<i>BBB</i>	7
<i>BB</i>	8-9
<i>B</i>	10-11
<i>CCC</i>	12-16

Se nota que no existe la posibilidad que la sumatoria de puntaje sea igual a 15. El mínimo puntaje posible es 4 y el máximo posible es igual a 16. Si a juicio de la Calificadora, correspondiera hacer alguna excepción al criterio de puntajes recién descrito, se dejará expresa constancia del mismo y su fundamentación, en los dictámenes correspondientes.

B. Características del instrumento

Las características del instrumento se clasificará en dos niveles: Nivel 1 y Nivel 2. Dicha Calificación se hace en consideración a la mayor o menor protección que otorga al inversionista la naturaleza del conjunto de garantías, resguardos y atributos del instrumento respecto a su pago.

Se clasificará en Nivel 1 cuando las garantías, los resguardos ó los atributos especiales que posee el instrumento, otorguen una protección adicional al inversionista independientemente de la solvencia del emisor. Se clasificará en Nivel 2 cuando el instrumento no posea resguardos ni atributos especiales, ó, en caso de existir estos no otorguen al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor.

C. Calificación final

Se combina la Calificación de la solvencia del emisor, que determina las distintas categorías, con la Calificación de las características del instrumento para obtener la Calificación final. Esta se otorga de acuerdo si se cumple el punto a) o el punto b) citados a continuación:

- a) Si las características del instrumento fueron calificados en Nivel 2, la Calificación final será la Calificación de la solvencia del emisor. En este caso la Calificación

final es igual a la Calificación de la solvencia del emisor ya que el instrumento no posee garantías, resguardos ni atributos especiales, o en caso de existir estos no otorgan al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor. La Calificación final corresponde a la determinada en la última tabla.

- b) Si las características del instrumento fueron calificadas en Nivel 1, la Calificación final podrá ser la Calificación de la solvencia del emisor determinada en la última tabla incrementada en hasta dos categorías, de acuerdo a la naturaleza y extensión de las garantías, los resguardos o los atributos especiales que posea el instrumento.

Alternativamente, la Calificadora podrá, a su juicio, y en caso que la extensión y naturaleza de las garantías, resguardos o atributos especiales así lo ameriten, realizar el análisis de Calificación de la solvencia del garante de acuerdo al procedimiento aplicado al garante, para determinar, en este caso, la Calificación de la solvencia del garante del bono. Si se realiza este análisis, y la Calificación de la solvencia del garante es mayor que la Calificación de la solvencia del emisor, la Calificación final del bono será igual a la Calificación de la solvencia del garante.

Si se realiza el análisis de la Calificación de la solvencia del garante, y esta Calificación de la solvencia del garante es menor o igual a la Calificación de la solvencia del emisor, entonces la Calificación final será igual a la Calificación de la solvencia del emisor.

Si se realiza el análisis de la Calificación de la solvencia del garante y existen más de un garante se considerará para el análisis la mejor de las Calificaciones de los garantes obtenida, en la medida que la naturaleza de esta garantía así lo amerite. Si no lo amerita, se continuará con la siguiente mejor Calificación de los garantes obtenida, y así sucesivamente.

Metodología de Calificación de riesgo de títulos de deuda hipotecaria titulizada

Introducción

La Calificación de riesgo de títulos de deuda hipotecaria titulizada sigue una lógica diferente a la de las emisiones tradicionales. En este caso el emisor define una determinada Calificación como objetivo, y su tarea consiste en estructurar la emisión a fin de lograr esta Calificación. Luego, si se opta por una mejor Calificación de riesgo será necesario entregar más y mejores garantías, tener una mejor relación activo-pasivo o un mayor sobrecolateral.

I. Metodología de Calificación

Los instrumentos que poseen información suficiente, son clasificados de acuerdo al análisis cualitativo y cuantitativo que se presenta a continuación. En este documento se establece en qué situaciones se considera que la información presentada por el emisor es adecuada.

I.1. Análisis de factores cualitativos

En esta etapa se busca determinar la existencia de riesgos generados por concentración de créditos, problemas de pagos de la cartera o por mala gestión del originador. Para este fin se realiza un análisis de la composición del activo de respaldo, de la Calificación del originador, de las características de la estructura y de otros elementos que se presentan a continuación.

a. Composición del activo de respaldo

Se requiere clasificar la concentración de créditos en el patrimonio autónomo y en cada emisión. Asimismo, se evaluará la concentración por deudor en cada cartera de crédito transferida. Adicionalmente a la desconcentración del activo de respaldo, es necesario clasificar la calidad de los créditos sobre la base de los indicadores de morosidad y deterioro de cartera presentados en la metodología de evaluación de la calidad del activo de instituciones financieras del presente documento. Cabe enfatizar que en esta etapa se recomienda la revisión de carpetas de deudores con antecedentes de morosidad.

b. Calificación del originador

Se debe clasificar los sistemas de originación, evaluación, aprobación y monitoreo de créditos hipotecarios del originador, su política de cobranza, su administración, entre otros factores relevantes considerados en la metodología de Calificación de instituciones financieras que deben ser de aplicación en esta sección.

c. Calificación de la estructura

Se analiza la estructura propuesta por el emisor. Se debe determinar que los elementos contractuales entreguen una protección adecuada a los inversionistas y que existan las garantías propias o de terceros necesarias para la Calificación de riesgo a la que se está optando.

d. Otros elementos a considerar

Un elemento adicional que se debe considerar es el “*spread*” o margen promedio de los créditos que conforman el activo de respaldo respecto de las tasas vigentes. Mientras mayor sea este *spread*, mayor es la probabilidad de prepago y dependerá de la estructura de la emisión el riesgo asociado a este fenómeno.

También se debe estudiar la existencia de seguros de desgravamen, contra incendios y terremotos. El seguro de desgravamen es totalmente necesario, los otros dos podrían obviarse a costa de un mayor riesgo asociado.

Por último, se analiza la diversificación geográfica de los créditos hipotecarios. El análisis se realiza en tres niveles: regiones, ciudades en cada región, y en el caso de las zonas metropolitanas se definen conjuntos habitacionales dentro de cada ciudad.

Calificación preliminar de los factores cualitativos

Sobre la base de los antecedentes determinados se procede a una Calificación preliminar de los títulos de deuda de titulización. Para este fin se determinan cuatro niveles sobre la base de los factores cualitativos, para así ordenar el conjunto de factores analizados de mejor a peor.

I.2. Análisis de factores cuantitativos

El análisis cuantitativo tiene como objetivo determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por la cartera de activos de respaldo sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión.

Se debe establecer una matriz de ingresos y egresos para cada período. Los flujos positivos corresponden a los pagos efectivos esperados de los créditos de respaldo, considerando una determinada morosidad; a los ingresos por las liquidaciones de garantías, cuando corresponda; a los flujos generados por la manutención de excedentes temporales en el patrimonio autónomo; y al valor del sobrecolateral, cuando corresponda.

Por su parte, los flujos negativos corresponden a los distintos costos que debe incurrir el emisor a cuenta del patrimonio autónomo.

Para cada grupo de créditos se aplica las medidas de “stress” o tensión adecuadas para la categoría de riesgo deseada. Estas medidas de tensión corresponden a la morosidad (cesación de pagos) acumulada y a la disminución en el precio de las viviendas. Por otra parte, el porcentaje de disminución del precio de las viviendas se ajusta en función de la diversificación geográfica.

El análisis debe hacerse diferenciado por valor de los créditos. A fin de distinguir por estrato socioeconómico se trabaja con tres grupos:

- * Estrato socioeconómico bajo: viviendas de menos de US\$10,000.
- * Estrato socioeconómico medio: viviendas entre US\$10,000 y US\$50,000.
- * Estrato socioeconómico alto: viviendas de más de US\$50,000.

En el siguiente cuadro se muestra la tasa de morosidad acumulada que debe aplicarse en cada caso, de acuerdo a la categoría de riesgo de un bono de deuda titulizada y el tipo de vivienda. La distribución de la morosidad en el tiempo se presenta en el Cuadro N°2 y la caída en los precios de las viviendas en los Cuadros N°3 y N°4.

Cuadro N°1

Morosidad acumulada

Rating	Estrato Bajo	Estrato Medio	Estrato Alto
AAA	30.0%	20.0%	12.5%
AA	25.0%	15.0%	10.0%
A	20.0%	12.5%	9.0%
BBB	15.0%	10.0%	8.0%
BB	10.0%	7.5%	6.5%

Cuadro N°2

Morosidad Anual

(Como porcentaje de la tasa acumulada)

Año	Crédito a 20 años	Crédito a 15 años	Crédito a 12 años	Crédito a 8 años
1	1.0%	1.0%	3.0%	4.5%
2	3.5%	3.5%	23.3%	35.0%
3	14.0%	14.0%	22.7%	34.0%
4	21.0%	21.0%	21.7%	19.0%
5	19.0%	19.0%	21.0%	5.0%
6	15.0%	15.0%	9.5%	1.5%
7	12.0%	12.0%	7.5%	1.0%
8	7.0%	7.0%	6.0%	0.0%
9	3.0%	3.0%	3.5%	
10	2.0%	2.0%	3.0%	
11	1.0%	1.0%	0.5%	
12	0.5%	0.5%	0.0%	
13	0.5%	0.5%	0.0%	
14	0.5%	0.5%		
15-20	0.0%	0.0%		
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Cuadro N°3

Variación precios viviendas > US\$10,000⁴

Año	AAA	AA	A	BBB	BB
1	-20.0%	-17.5%	-15.0%	-10.0%	-7.5%
2-20	-40.0%	-35.0%	-30.0%	-20.0%	-15.0%

Cuadro N°4

Variación precios viviendas < US\$10,000⁵

Año	AAA	AA	A	BBB	BB
1	-25.0%	-22.5%	-20.0%	-12.5%	-10.0%
2-20	-50.0%	-45.0%	-40.0%	-25.0%	-20.0%

Con relación a las viviendas rematadas se supone que una vez deducidos los costos legales, el pago de intereses adeudados y el castigo habitual en estas operaciones, se recupera 60% del precio de mercado. Además, esta recuperación se materializa un año después de acontecida la cesación de pagos. Es importante aclarar que este plazo puede variar según el país en cuestión.

Finalmente, la disminución en el precio de las viviendas se ajusta dependiendo del grado de diversificación geográfica. El análisis se realiza en tres niveles; regiones, ciudades en cada región y conjuntos habitacionales dentro de cada ciudad. Para los

⁴ Estos valores suponen una adecuada diversificación geográfica

⁵ Ídem.

efectos de ajustar la disminución en el precio de las viviendas se consideran los siguientes factores:

Diversificación óptima	: 1,00
Diversificación apropiada	: 1,05
Diversificación adecuada	: 1,10

Para que una determinada estructura obtenga la Calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

Sobre la base de la capacidad de pago se establece la Calificación de la capacidad de pago de los cupones, que puede ser AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC y DD, para el caso de los bonos. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B. Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Calificación preliminar de los títulos de deuda de titulización

La Calificación preliminar de los títulos de deuda se obtiene combinando la Calificación de los aspectos cualitativos y de la capacidad de pago.

Calificación final de los títulos de deuda de titulización

La Calificación preliminar obtenida podrá ser modificada cuando existan garantías adicionales en favor de la emisión.

Información requerida para asignar una Calificación inicial

- * Listado de deudas hipotecarias o contratos de leasing habitacional que conforman el patrimonio autónomo. Este listado debe incluir la siguiente información:
 - * Nombre y actividad deudor y codeudor (cuando proceda)
 - * Ubicación vivienda, valor comercial y avalúo
 - * Antecedentes financieros del deudor (ingresos, deudas, protestos, etc.)
 - * Monto del crédito, monto de la cuota, tasa de interés y plazo
 - * Existencia de seguros y subsidios (cuando proceda)
 - * Fecha emisión del crédito
 - * Morosidad a la fecha
- * Antecedentes del emisor, incluyendo descripción de la propiedad, de la administración y de los recursos humanos y físicos disponibles para su labor.
- * Antecedentes de los originadores, incluyendo descripción de la propiedad, de la administración y de los recursos humanos y físicos disponibles para su labor. También se debe incluir sus políticas de crédito y cobranza y el historial de morosidad.
- * Contratos de administración de cartera (cuando proceda), contrato de emisión de los bonos titulizados.
- * Estructura de la emisión.
- * Antecedentes generales de emisiones anteriores, en caso de existir.

Metodología de Calificación de riesgo de títulos de deuda titulizada

Introducción

La Calificación de riesgo de títulos de deuda titulizada sigue una lógica diferente a la de las emisiones tradicionales. En este caso el emisor define una determinada Calificación como objetivo, y su tarea consiste en estructurar la emisión de manera de lograr esta Calificación. Luego, si se opta por una mejor Calificación de riesgo será necesario entregar más y mejores garantías, tener una mayor relación activo-pasivo o un mayor sobrecolateral. Esto es válido sólo para la Calificación de riesgo de titulizaciones de activos existentes. En el caso de la Calificación de titulizaciones de flujos futuros, prima la Calificación sombra en el mercado local asignada al originador como elemento ancla del riesgo de una transacción de flujos futuros.

I. Estructuración de las emisiones

Es importante tener clara la noción que a pesar de que los activos (cartera) de las entidades crediticias constituyen pasivos para otras entidades o para personas naturales, las transacciones de titulización de activos siempre se originan desde la entidad poseedora de los activos, es decir, son los activos los que sufren el proceso de transformación a "títulos", nunca los pasivos.

a) Requisitos

Existen dos requisitos básicos para poder estructurar una emisión de titulización a saber:

- * Que la cartera a titular genere un flujo de caja que sea estadísticamente predecible, y
- * Que la cartera a titular genere un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas.

b) Estructuras básicas

Existen dos tipos de estructuras básicas para la titulización de activos, a saber:

- Estructura de flujo de caja, la que a su vez se subdivide en estructura de "Traspaso o traslado", conocida en Inglés como "pass-through" y estructura de "pago", conocida en Inglés como "pay-through".
- Estructura de valor de mercado. Esta, a su vez, también puede tomar formas distintas, las que se analizará más adelante.

c) Entidades participantes en la titulización

En la estructuración de una emisión por titulización, participan tres entidades básicas, que son:

- La entidad originadora, que es aquella que dispone de un bloque de cartera en sus activos, la cual va a ser titulizada.
- La administradora, que es la encargada de efectuar los recaudos de cartera con destino a la emisión. La administradora puede ser la misma entidad originadora o una entidad independiente, y
- La emisora, que es una entidad independiente, receptora de la cartera a titular, cuya única función es la de servir de vehículo para hacer la emisión. Esta entidad puede ser una compañía especializada, de objeto social único, las cuales son conocidas en Inglaterra y Estados Unidos como "sociedades de quiebra remota" (Bankruptcy-remote companies).

d) Estructura de flujo de caja

Bajo esta modalidad, todos los flujos de caja generados por la cartera titulizada son destinados al pago de intereses de los títulos emitidos y a la amortización de la emisión. Los flujos de caja con destino a los inversionistas se generan por tres conceptos:

- * Por el pago de intereses provenientes de la cartera, los cuales también se utilizan para el pago de intereses a los inversionistas y para el pago de comisiones por concepto de administración de la cartera.
- * Por el pago de cuotas de amortización de cartera según como haya quedado pactado en el documento original de préstamo.
- * Por prepagos no pactados en el documento original del préstamo. Estos pagos son originados por circunstancias socioeconómicas bastante impredecibles, tales como la baja en tasas de interés y la consecuente refinanciación del crédito, disolución de la unidad familiar, reubicación de lugar de trabajo, etc., y le dan a los certificados emitidos la característica de incertidumbre sobre la fecha de madurez de los mismos.

Bajo la modalidad de “pass-through”, la cartera de la entidad originadora es vendida a los inversionistas, mediante el traslado de esta a una compañía fiduciaria (el vehículo “emisor”) en donde se constituye una especie de patrimonio autónomo contra el cual se emite títulos de participación representativos de intereses directos y proindiviso, sobre dicho bloque de cartera.

Bajo la modalidad de “pay-through”, la cartera de la entidad originadora es vendida a una compañía especializada en este tipo de operaciones, de objeto social único, la que a su vez emite títulos representativos de deuda. En este caso, a diferencia del anterior, la entidad emisora compra la cartera en propiedad y emite pasivos en su contra siendo los inversionistas acreedores del ente emisor.

En ambos casos, los ingresos por el producto de la venta de los títulos son utilizados para pagar la venta a la entidad originadora, produciéndose de esta manera un efecto de sustitución de activos de riesgo (cartera) por activos libres de riesgo (efectivo).

e) Mecanismos de apoyo crediticio

En las emisiones estructuradas bajo las anteriores modalidades, la cartera de la entidad originadora es vendida en propiedad, sin recurso contra la vendedora, por lo que se hace necesario incorporar a la emisión un mecanismo de protección para los inversionistas ante la eventual pérdida de parte de la cartera, y ante la ausencia de una agencia gubernamental que garantice el pago de la misma.

Existen modalidades de apoyos crediticios que pueden incorporarse a una emisión, algunas de las cuales son de configuración interna a la misma y otras externas a la emisión. Los apoyos crediticios más comunes son:

- Subordinación de la emisión. Este es un mecanismo de carácter interno que consiste en subordinar parte de la emisión en cuanto al derecho de recibir los pagos de capital e intereses. Por ejemplo, si se estima que el riesgo calculado de pérdida de cartera es inferior al 10%, entonces se subordina el 10% de la emisión, quedando el 90% restante con prioridad sobre los pagos de capital e intereses. Los pagos de la porción subordinada no se hacen hasta que no se haya pagado la totalidad de la porción prioritaria. La porción subordinada, que es de inferior calidad crediticia que la prioritaria, puesto que es la que asume el riesgo de pérdida de cartera, es luego comprada por la entidad originadora, absorbiendo de esa manera su propio riesgo.

- Sobrecolateralización de cartera. Esta es también una forma interna de apoyo crediticio que consiste en que la entidad originadora saca de sus activos, por ejemplo, el 110% y solamente emite el 100%, quedando el 10% restante en poder de ente emisor, en beneficio de los inversionistas para la reposición de la cartera perdida.
- Exceso de flujo de caja. Esta es otra forma interna de apoyo que es factible cuando existe un margen lo suficientemente amplio entre el rendimiento generado por la cartera, y luego trasladado al ente emisor, en beneficio de los inversionistas, hasta completar la cuantía que se considere suficiente para cubrir el riesgo de pérdida de cartera.
- Amortizaciones aceleradas. Es también una forma interna de apoyo que solamente se puede diseñar en emisiones a largo plazo respaldadas con cartera de alta rotación. Por ejemplo, una emisión a 5 años respaldada con cartera de tarjetas de crédito, cartera que probablemente rote en un 100% en un año o menos. Si una se estructurara una emisión a 5 años con un periodo de amortización de 2 años, al acelerar el recaudo de las cuotas para la amortización a 12 meses, quedarían otros 12 meses para cubrir los defectos de flujo de caja por pérdida de cartera. En este tipo de estructura, el periodo restante (en este ejemplo los tres primeros años), es conocido como el periodo de rotación (recompra) de cartera, lo que permite su estructuración a largo plazo.
- Garantías de instituciones crediticias. Son formas externas de apoyo, que consisten en que una entidad financiera, banco, compañía de seguros o una compañía especializada en seguro de crédito, garantice la porción de la cartera que respalda la emisión que se estime suficiente para cubrir el riesgo calculado de pérdida de cartera.

f) Estructuras de valor de mercado

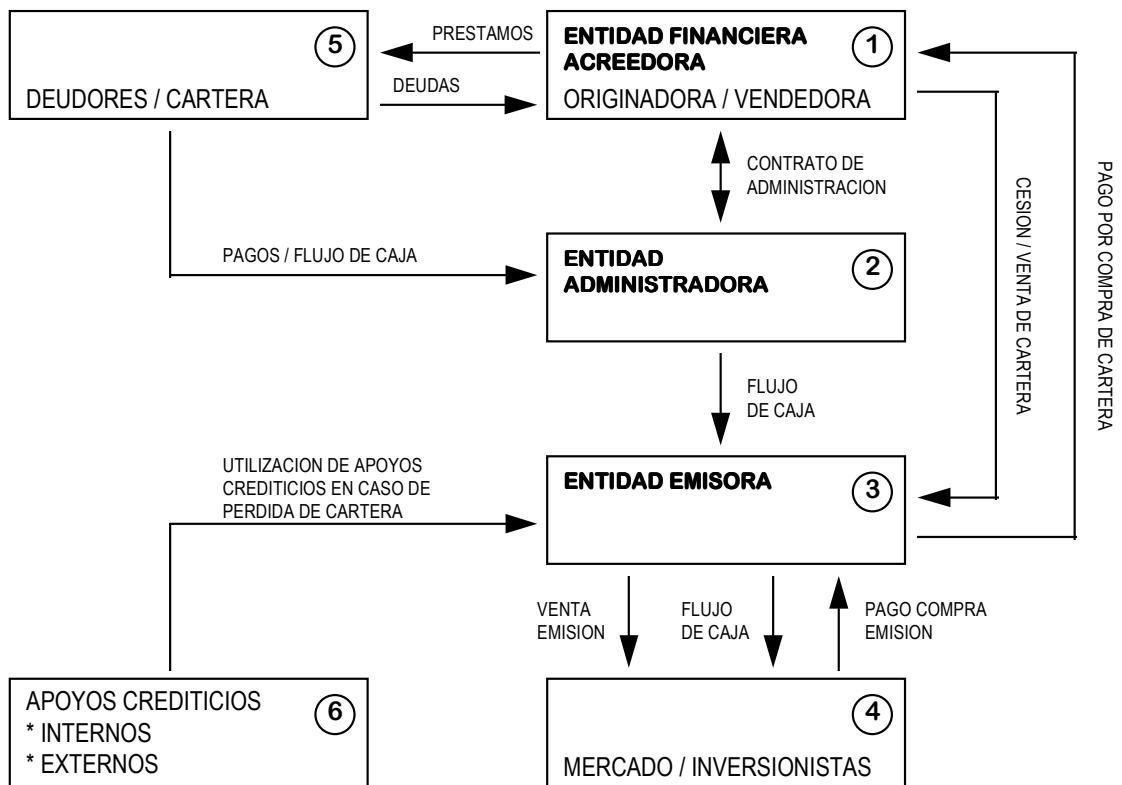
Estas estructuras son más bien técnicas de financiación a través de los pasivos y no de los activos como se hace en el sentido más puro de la titulización, puesto que en este caso los activos no se transforman, sino que, más bien, son empleados para respaldar una emisión de pasivos de la entidad originadora. Esta modalidad pertenece al género de “financiamientos” o “emisiones estructuradas”, términos que en algunos países son utilizados como sinónimos de titulización.

Esta modalidad es utilizada, generalmente, para la emisión de deuda a largo plazo, respaldada con cartera hipotecaria. En estas emisiones, el valor de liquidación en el mercado de los activos que respaldan la emisión, es utilizado para pagar a los inversionistas en caso de que el emisor incumpla su obligación.

En una de sus formas, los activos que respaldan la emisión son pignoralos en un fideicomiso en favor de los inversionistas, y la entidad originadora hace la emisión. En otra de las modalidades de este esquema, la cartera es vendida a una compañía especializada, de objeto social exclusivo, la cual hace la emisión y pignora la cartera en favor de los inversionistas. La diferencia fundamental entre esta estructura y las de flujo de caja radica en el hecho de que, bajo esta modalidad, los flujos de caja no le son trasladados a los inversionistas en la medida en que se reciben para amortizar la obligación y en el hecho de que la cartera es pignoralada. Bajo esta forma de emisiones, el exceso de cartera colateralizada es el apoyo crediticio utilizado. La diferencia fundamental de las características de los papeles emitidos bajo esta manera y aquellos emitidos bajo los esquemas de flujo de caja, es el hecho de que, en este caso, la fecha de madurez de la emisión se conoce con mayor certidumbre.

g) Esquemas Gráficos de la Titulización

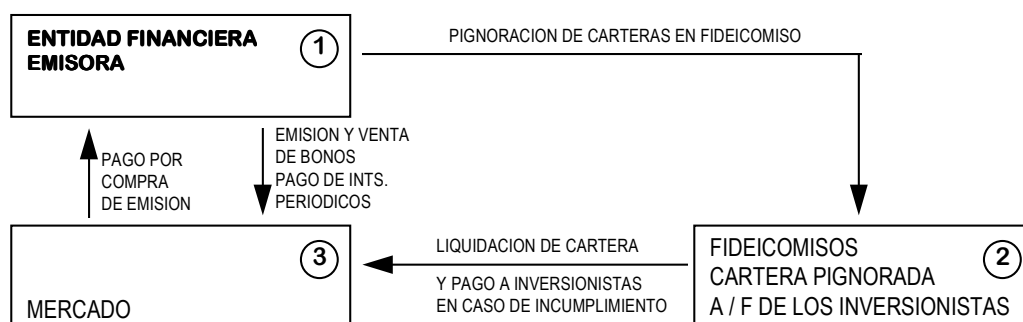
Gráfico N° 1. Estructura de flujo de caja sin respaldo de agencia gubernamental.



Descripción de una transacción “pass-through”. 1. La entidad originadora saca un bloque de cartera de sus activos, con el cual se constituye un fondo común en la entidad “emisora”. 2. La entidad originadora firma un contrato de administración de la cartera con la entidad administradora, por medio del cual esta última recauda los pagos provenientes de los deudores de la originadora. Los pagos recibidos son trasladados a la entidad emisora, para el respectivo pago a los inversionistas. 3. El fondo común, constituido en el ente “emisor”, emite los títulos, los cuales son vendidos a los inversionistas y, con el producto de esta venta, paga la compra de cartera a la originadora. 4. En caso de insuficiencia de flujos de caja por pérdida de cartera, se acude a la utilización de los apoyos crediticios.

Descripción de una transacción “pay-through”. La mecánica de la operación es prácticamente igual a la de “pass-through”, radicando la diferencia en el hecho de que la sociedad emisora compra la cartera en firme a la originadora, y luego emite títulos representativos de deuda en su contra, para financiar la compra de la cartera.

Gráfico N° 2. Esquema de valor de mercado, con pignoración del colateral en fideicomiso.



Descripción de la transacción. 1. La entidad emisora, que en este caso es la misma originadora, saca un bloque de hipotecas de sus activos, el cual pignora en un fideicomiso en beneficio de los inversionistas. Luego, hace la emisión y la vende directamente a los inversionistas quienes pagan al contado la compra de los títulos. 2. El emisor realiza pagos periódicos de intereses a los tenedores de los títulos. 3. En caso de incumplimiento por parte del emisor, el agente del fideicomiso, obrando en beneficio de los inversionistas, liquida el colateral y les paga con el valor de liquidación.

h) Estructuras de flujo de caja versus estructuras de valor de mercado

Desde el punto de vista de la entidad originadora, la principal diferencia radica en que en las estructuras de flujo de caja, los activos titulizados salen por completo de los balances de la entidad, por ser estos vendidos en propiedad a los inversionistas o al ente emisor, mientras que en la estructura de valor de mercado los activos son pignorados en favor de los inversionistas, permaneciendo registrados en los estados de cuentas de la entidad originadora, bien sea en sus activos o en sus cuentas de orden contingentes.

- * Para la entidad originadora, la estructura de mercado tiene la ventaja de que esta retiene los flujos de caja y puede hacer una mejor planificación de la tesorería, diseñando las emisiones con la madurez deseada. También la entidad originadora retiene la propiedad de la cartera pignorada, lo cual podría ser una relativa desventaja para los inversionistas, pues estos son dueños de los títulos y, en caso de insolvencia de la entidad originadora, estos pasarían a ser acreedores con garantía de la entidad.
- * Esto no ocurre en las emisiones bajo la estructura de “pass-through”. Bajo esta modalidad, las entidades originadoras pueden lograr una mejor eficiencia en los costos de la emisión, al no tener que compensar a los inversionistas por la incertidumbre sobre la fecha de madurez de la emisión.
- * Para el inversionista, como se anotó con anterioridad, las emisiones de valor de mercado ofrecen la ventaja de una mayor certidumbre en la fecha de redención, evitando así el riesgo de reinversión en periodos de bajas en la tasa de interés.

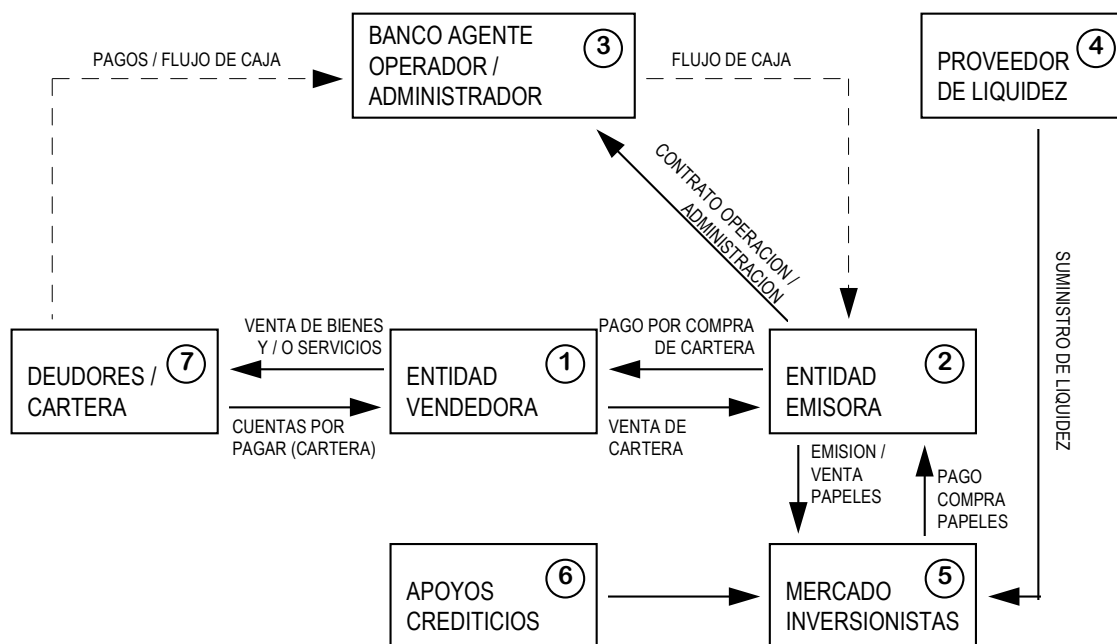
i) Estructura de emisión de papeles comerciales con facturas

Toma la forma de la modalidad “pay-through”, es una emisión de deuda del ente emisor, con algunas variaciones por cuanto que el vendedor de la cartera a titularizar (establecimiento industrial o comercial), es distinto al ente originador, que es el emisor y/o su casa matriz.

En estas estructuras, se utiliza como vehículo emisor la sociedad especializada de objeto social único, la cual generalmente firma un contrato de operación con un

banco comercial, el cual, también generalmente, es su casa matriz. Además de los mecanismos de apoyo crediticio particulares a este tipo de transacción, y dada la corta madurez del programa, se requiere apoyos de liquidez, los que se contrata con otra entidad financiera llamada la proveedora de liquidez. Así, entra en escena un cuarto participante: ① el establecimiento vendedor. ② El ente originador. ③ El agente operador. ④ El proveedor de liquidez.

Gráfico N° 3. Esquema de emisión de papeles comerciales.



Descripción de la transacción: 1. Un establecimiento industrial o comercial dispone de un bloque de cartera, que califica para titulización, el cual es vendido a una sociedad especializada en este tipo de transacciones. 2. La compañía emisora lanza al mercado una emisión de papeles comerciales para financiar la compra de la cartera. 3. La compañía vendedora cede sus intereses en el bloque de cartera a la sociedad emisora. 4. La emisora firma un contrato de administración de la cartera con un banco comercial. 5. En caso de pérdidas de cartera, se acude a los mecanismos de apoyo crediticio. 6. Para garantizar el pago puntual a los inversionistas, se hace uso del contrato de suministro de liquidez.

j) Las “collateralized mortgage obligations” (CMO’s)

Estas obligaciones pertenecen al género de las “pay-through”, de la estructura de flujo de caja, es decir que son obligaciones del ente emisor, y el flujo de caja de la cartera se liga al flujo de caja de las obligaciones. Sin embargo, se estructura en varias clases, o series, con distintas fechas de madurez y tasa de interés, la cual es fija para cada una de las series. Los flujos de caja se distribuyen en su orden, primero al pago de los intereses y luego a cada una de las clases de acuerdo con sus respectivas fechas de madurez. No obstante, estas emisiones no están inmunes al riesgo de prepago de cartera, lo que podría variar la fecha de redención de algunas de las series.

k) Stripped mortgaged-backed securities

Son papeles derivados de emisiones previamente realizadas, los flujos de caja provenientes de la emisión previa se distribuyen en determinados porcentajes de

capital e intereses en dos clases o series distintas: 1) la serie de sólo intereses y 2) la serie de sólo capital. El 100% de los intereses se asigna a una clase y el 100% del capital se asigna a la otra. Los *strips* corresponden a la clase asociada al pago de intereses. Estos instrumentos son altamente sensibles a las fluctuaciones de las tasas de interés y a las tasas de prepago de las hipotecas que respaldan la emisión.

Gráfico N° 4. Estructura de una "CMO".

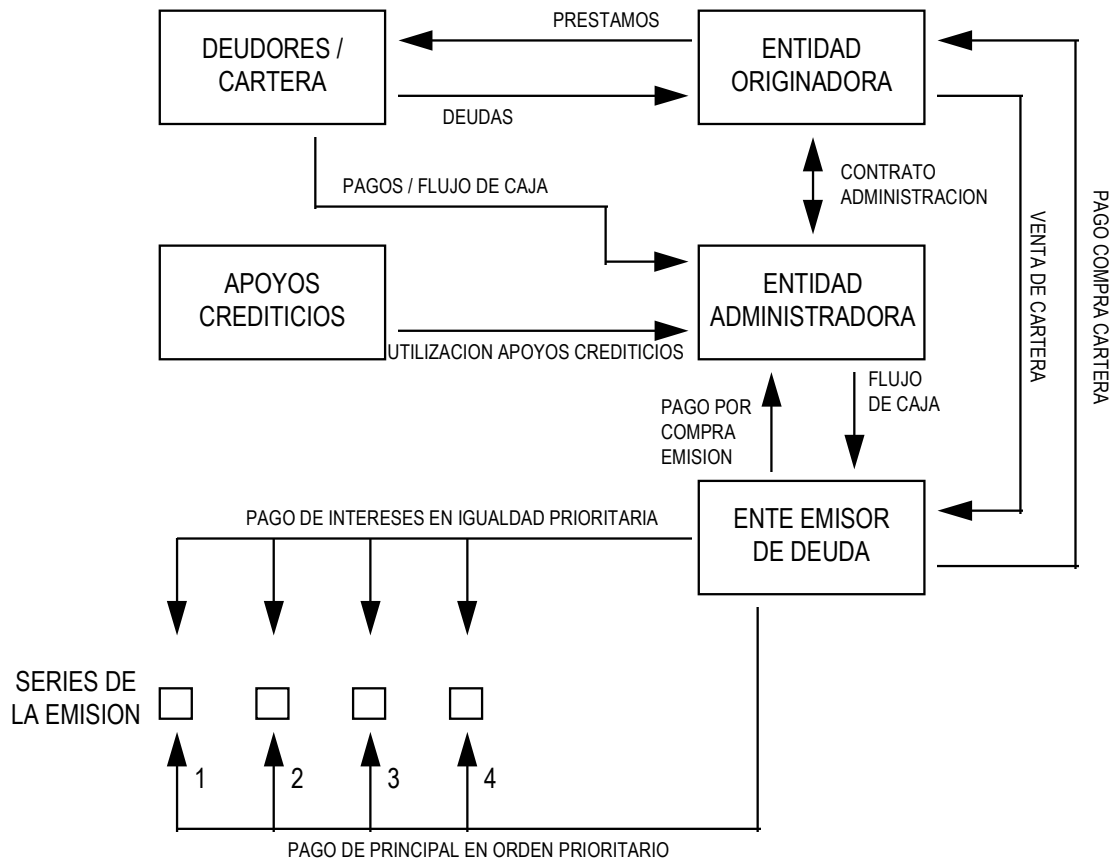
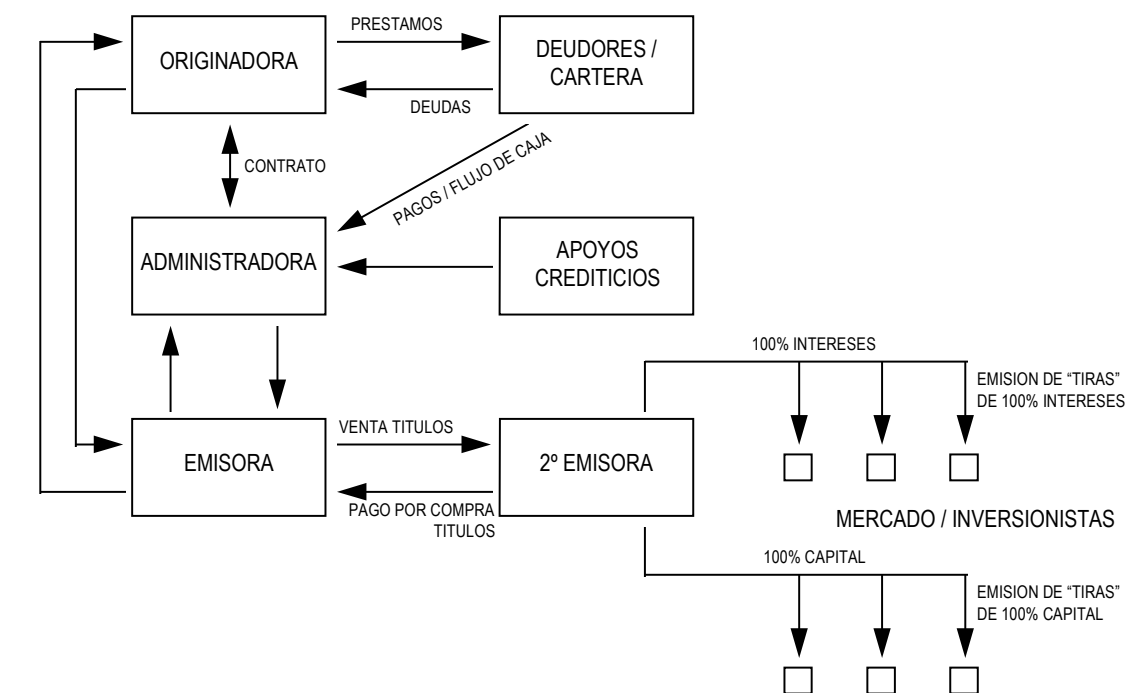


Gráfico N° 5. Estructura de una emisión de "tiras" ("strips").



I) Principales beneficios ofrecidos por la titulización

Los beneficios más buscados por las instituciones crediticias de los países donde se lleva a cabo este tipo de transacciones, son los siguientes:

- Generación de margen de intermediación, al poder colocar una emisión en el mercado a una tasa de interés inferior a los rendimientos que la entidad originadora recibe por los activos que tituliza.
- Las instituciones financieras de diversos países han encontrado en la titulización un mecanismo apropiado para mantener la relación "activos de riesgo / capital", dentro de los límites impuestos por sus respectivas autoridades.
- En períodos de contracción monetaria, la titulización es un recurso extraordinario para la obtención de liquidez.

II. Aspectos Crediticios de las Emisiones

Los activos desplazados de la entidad originadora son vendidos, sin recurso, por lo que el riesgo implícito de la cartera es trasladado al inversionista final (en particular bajo la modalidad de estructura de flujo de caja). Sin embargo, es posible estructurar la emisión de manera que su calidad crediticia sea excelente e inclusive mejor que la calidad crediticia de las obligaciones directas de la misma entidad que originó el programa de titulización. Esto se logra a través de la incorporación a la estructura de la emisión de los mecanismos de apoyo y mejoramiento crediticio. Resulta fundamental indicar que la calidad de estas emisiones no recae directamente en la solvencia financiera de la entidad que la originó, o la del ente emisor, sino en la calidad crediticia del bloque de cartera que respalda la emisión.

No obstante lo anterior, es importante evaluar la calidad crediticia de las tres entidades participantes en la titulización, dado que el deterioro o insolvencia financiera de

cualquiera de ellas podría, por simple reflejo o asociación, degradar la calidad del bloque de cartera titulizada.

La titulización se puede presentar en una amplia gama de estructuras, emisiones y activos que la respalden. Cada uno de estos activos ofrece una amplia gama de riesgos, por lo que es indispensable analizar el desempeño individual de cada bloque de cartera, a fin de identificar las características y factores propios de cada uno y su impacto sobre el riesgo crediticio.

a) Cartera hipotecaria

A pesar de que los distintos factores socioeconómicos que afectan el buen desempeño de un conjunto de hipotecas varía entre los distintos países o regiones, existe una serie de factores que comunes que influyen directamente en el buen desempeño del bloque de cartera. Algunos de estos son:

- * La relación préstamo-valor (loan-to-value). Se ha encontrado en varios países del mundo que mientras más elevada sea esta relación, más “incentivos” podría tener el prestatario para incumplir su obligación. Esto se hace particularmente crítico en las hipotecas de “amortización negativa”, o sea aquellas cuyos pagos de amortización no son suficientes para amortizar el principal. En un período de recesión, esta razón se podría colocar por encima del 100%, existiendo entonces una “buena razón” para que el prestatario deje de pagar. Entonces, mientras más alto el promedio de la razón préstamo-valor en el bloque de cartera, más baja será la calidad crediticia de la emisión de títulos respaldados por dicha cartera.
- * Tipo de bien hipotecado. Las estadísticas en otros países han demostrado que las hipotecas sobre casas de habitación o sobre conjuntos residenciales de pocas familias, presentan una menor frecuencia de incumplimientos que las hipotecas sobre proyectos masivos y multifamiliares de vivienda, no solo por la diferencia en la calidad crediticia de los prestatarios, sino también por la relación existente de valor construcción/valor terreno. Entonces, mientras más hipotecas sobre casas o pequeños proyectos hay en el bloque, mejor será la calidad de los títulos emitidos.
- * Destino del bien hipotecado. También se ha encontrado que cuando el bien es destinado para la vivienda primaria de su dueño, las incidencias de incumplimiento son menores que las hipotecas de bienes raíces destinados a la recreación, a la inversión, etc. Por consiguiente, mientras más hipotecas de viviendas habitadas por sus dueños haya en el bloque, mejor será la calidad crediticia de los títulos.

La lista de características y factores buscados y deseados en las hipotecas es extensa. Estas tres características se presentan de manera ilustrativa el efecto que puede un grupo de características presente en un bloque de hipotecas titulizadas sobre los intereses de los inversionistas.

Para el cálculo de riesgo de pérdida del inversionista se selecciona, de un universo estadístico ampliado, un patrón estándar de hipoteca, con todas sus características, al cual se le asigna un valor estándar unitario y se le asigna valores por encima o por debajo de la unidad, de acuerdo con sus respectivas desviaciones con respecto a la hipoteca patrón. Al resultado de los valores asignados, se le incorpora las estadísticas de frecuencia arrojadas por el universo ampliado. El resultado es entonces el riesgo base calculado de pérdida para los inversionistas. Con este riesgo base se diseña entonces el mecanismo de apoyo crediticio para proteger la emisión. La operación parece sencilla, pero no lo es. Esto, a título meramente ilustrativo de la tecnología financiera que se ha desarrollado para lograr que la titulización de activos haya tenido la aceptación que ha alcanzado en mercados de capitales desarrollados.

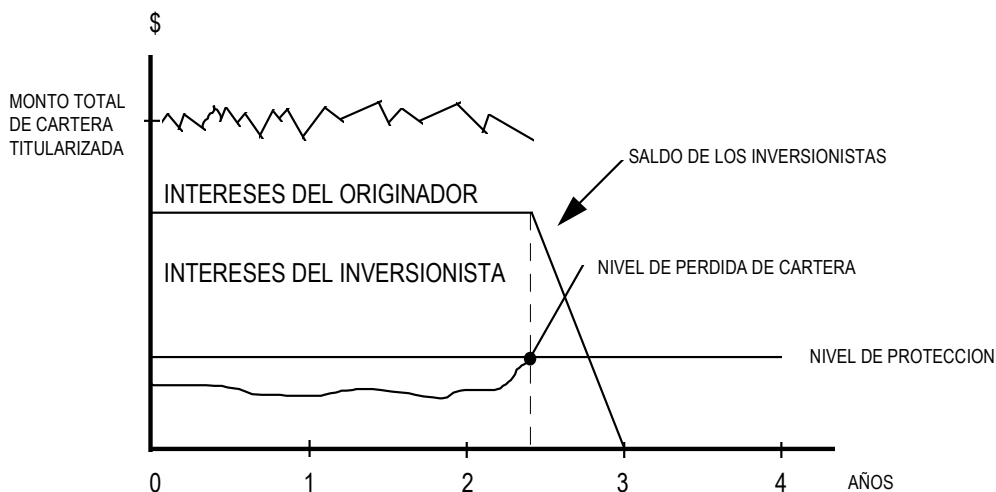
b) Cartera de tarjetas de crédito

La cartera de tarjetas de crédito es distinta a casi todas las otras utilizadas para titulización, en el sentido de que son créditos rotativos, es decir, se están utilizando y pagando continuamente. Los principales factores de consideración que afectan la calidad de la emisión son:

- Madurez promedio del bloque. Se ha encontrado que los bloques de cartera se estabilizan, en cuanto a morosidad e incumplimiento después de determinado período de tiempo de madurez (deseado en el “pool” de cartera a titular). Por lo tanto, mientras más maduro el bloque de cartera, mejor la calidad de la emisión.
- Composición de la clientela: clientes de conveniencia versus clientes de utilización del crédito. Los clientes de conveniencia son aquellos que nunca utilizan la financiación de la tarjeta de crédito, cancelando la totalidad de la cuenta tan pronto la recibe, mientras que los otros son los que utilizan los plazos de financiación ofrecidos por la tarjeta. Generalmente, existe una alta correlación entre la buena calidad crediticia y el cliente de conveniencia. Entonces, mientras más clientes de conveniencia en el paquete de cartera, más protección habrá para los inversionistas. No obstante, paradójicamente, los clientes de conveniencia no son los más deseados para la titulización de cartera de tarjetas de crédito. Un paquete de cartera compuesto en su totalidad por clientes de conveniencia, rotaría en un 200% todos los meses, circunstancia esta que haría prácticamente imposible la estructuración de una emisión a largo plazo, y sumamente dispendiosa la administración de la cartera. Además, el rendimiento promedio de un bloque compuesto por este tipo de cliente es muy inferior a uno con clientes de utilización de la financiación. Lo más indicado es entonces buscar un equilibrio adecuado en la selección de la cartera que compondrá el paquete a titular, de acuerdo con estructura y plazo deseado.
- Tasa de compras - tasa de repagos. Estos dos índices independientes muestran, respectivamente, el promedio de utilizations mensuales y el promedio de pagos mensuales con respecto al tamaño del bloque. Combinados muestran el flujo de caja disponible para amortizar la emisión e indica el tiempo en el cual se puede retirar la emisión. Cuando la tasa de compras se incrementa con respecto al incremento de la tasa de pagos, se comienza a deteriorar la calidad de la emisión. Cuando la tasa de pagos se incrementa con respecto a la tasa de incremento de compras, se acelera el prepago de la emisión. Como ya se ha mencionado en otra sección, las emisiones respaldadas por colocaciones de tarjeta de crédito por lo general se estructuran a largo plazo. Esto se logra dividiendo la vida de la emisión en dos períodos: a) el período de rotación, durante el cual el flujo de caja proveniente de los pagos efectuados por los usuarios se destina a la recompra de cartera nueva generada por los clientes que conforman el “pool”, y b) el período de amortización, durante el cual los pagos se utilizan para amortizar la emisión.

El cálculo de riesgo base de pérdida para los inversionistas también se hace partiendo de un universo estadístico ampliado, incorporando factores del universo al bloque titulado. El bloque es sometido a diferentes pruebas de tensión simuladas para comprobar lo adecuado del apoyo crediticio. Sin embargo, dadas las características tan particulares de la cartera de tarjetas de crédito, las cláusulas de eventos de repago acelerado de la emisión, incorporadas en el contrato, constituyen la primera línea de protección de los inversionistas, a diferencia de las otras titularizaciones cuya primera línea de protección son los apoyos crediticios. En este caso, los apoyos son el segundo recurso de protección.

Gráfico N° 6. Comportamiento de una emisión a largo plazo estructurada con cartera de tarjetas de crédito, con evento de pre-pago acelerado, por incremento en el nivel de pérdidas.



Son varios los eventos que disparan el prepago de una emisión de tarjetas de crédito. Uno de ellos podría ser el mencionado anteriormente, en el que por un determinado período de tiempo la tasa de utilizations se incrementa con respecto a la tasa de pagos. Otro evento podría ser el incremento inusitado en el nivel de pérdidas, la imposición oficial de tasas de interés limitando o reduciendo la rentabilidad de la cartera, o cualquier otro que deteriore la calidad crediticia o modifique la configuración financiera inicial sobre la cual se montó la estructura.

c) Cartera de facturas comerciales

El riesgo de pérdida para el inversionista está dado por el riesgo de incumplimiento individual de las empresas deudoras cuya cartera fue titulizada. En teoría, lo mismo se aplica para los casos anteriores, pero dada las distintas características de riesgo entre una persona natural y una empresa, las anteriores se analizan por bloques.

La concentración de préstamos provenientes de un mismo sector de la economía o de una misma empresa son factores de consideración importantes en la evaluación del riesgo de pérdida para los inversionistas. También la trayectoria de las empresas en el mercado, su historia como clientes de la institución originadora o de su casa matriz, entre otros.

En las emisiones de papeles comerciales con facturas cambiarias, los apoyos crediticios dados en forma de reservas del vendedor, son la primera línea de protección para los inversionistas, mientras que los acuerdos de suministro de liquidez son la segunda línea de protección.

d) Cartera de contratos de "leasing"

Los cánones de arrendamiento provenientes de contratos de leasing, y en algunos casos el valor residual del bien en arrendamiento, también puede ser titulizado. De forma similar que en la cartera comercial, la calidad crediticia de la emisión y el riesgo de pérdida para el inversionista recae en la calidad de los arrendatarios. En los contratos de "leasing" abiertos y operativos, en los cuales no se amortiza el bien a lo largo del contrato, y la compra de este queda a opción del arrendatario por el valor de mercado, resulta complicado y riesgoso para el inversionista titular el valor remanente del bien, por cuanto que no se sabe a ciencia cierta el valor futuro del flujo de caja proveniente de dicha venta.

e) Consideraciones sobre los apoyos crediticios

A pesar de que los mecanismos de apoyo crediticio buscan el mismo fin, el de minimizar el riesgo de pérdida para el inversionista, no todos surten idénticos efectos o tienen iguales implicaciones para la originadora.

- Las emisiones prioritarias / subordinadas. Estas emisiones ofrecen la ventaja para los inversionistas de que debido a que la porción subordinada es fija, el porcentaje de la misma crece con relación al principal remanente. En la medida en que se amortiza la porción prioritaria se va mejorando su calidad crediticia y disminuyendo el riesgo de pérdida para el inversionista. El costo de esta forma de apoyo es más reducido para la originadora.
- La garantía de entidades crediticias. Debido al alto costo de esta opción, muchas veces se pacta la constitución de garantías de entidades financieras por una suma fija del remanente por amortizar de la emisión, por consiguiente no ofrecería la característica de disminuir paulatinamente el nivel de riesgo para el inversionista. Cabe indicar que la calidad de este tipo de apoyo crediticio siempre esta ligado a la calidad de la entidad otorgante.
- El exceso de flujo de caja. No es una opción viable para todas las estructuras de titulización, y su formación se desarrolla con el tiempo. Esta opción está asociada a la evolución de los flujos de caja provenientes de los intereses, cuando existe un margen diferencial lo suficientemente amplio entre el rendimiento de la cartera titulizada y la tasa reconocida a los inversionistas.
- El exceso de colateralización. Surte el mismo efecto de mejoramiento progresivo de la calidad crediticia de la cartera que la emisión prioritaria / subordinada. No obstante, puede resultar un poco más costosa que esa, y en algunos países ha planteado el cuestionamiento legal sobre la propiedad del remanente.
- El recaudo acelerado de cuotas de amortización. Tampoco es posible su configuración para todas las emisiones de titulización. Su formación se da más en términos de tiempo y requiere de un período de buena estabilidad económica.

No obstante las diferencias en sus características, todos estos mecanismos de apoyo crediticio han probado tener excelentes resultados.

f) Consideraciones crediticias de las entidades participantes

Como ya se anotó anteriormente, a pesar de que el paquete de cartera que respalda la emisión queda completamente aislado de acciones de recurso contra la originadora, por concepto de pérdidas en el mismo, la calidad crediticia de las entidades participantes en la transacción de titulización es de gran trascendencia para la buena calidad de la emisión y para la protección de los intereses de los inversionistas.

- * La entidad originadora de la transacción debe ser del más elevado nivel crediticio y poseer una infraestructura administrativa adecuada para la estructuración de la transacción. Titulizar la mejor cartera de una entidad de baja calidad crediticia, representaría un alto riesgo de pérdida para los inversionistas por varios motivos: i) En caso de insolvencia de la originadora, la cartera titulizada se deteriora por simple reflejo o asociación, o “desmotivación” de los deudores para continuar efectuando sus pagos a una entidad en dificultades. ii) Si la operación de titulización no quedó estructurada o configurada como tal, los inversionistas podrían pasar a formar parte de los acreedores de la insolvente originadora. iii) Si la entidad originadora retuvo las funciones de entidad administradora, como ocurre con frecuencia, el flujo normal de fondos hacia los inversionistas se podría suspender, y los que se encuentran haciendo tránsito se podrían perder.
- * La entidad administradora. Cuando es independiente, también debe poseer una alta solvencia financiera que garantice la protección de los fondos de los

inversionistas, y una infraestructura administrativa apropiada para el desempeño de sus funciones. Algunas de las funciones son: i) El recaudo de los pagos periódicos de los deudores. ii) El inicio de cobros judiciales en caso de morosidad. iii) La reinversión transitoria de los fondos hasta el próximo periodo de pago a los inversionistas. iv) La formación de los apoyos crediticios cuando estos se construyen con flujos de fondos. v) La vigilancia del cumplimiento de las garantías y pólizas de seguros estipuladas en los contratos originales de cartera. vi) El pago de las comisiones asociadas con la emisión, etc. De nuevo, la insolvencia del administrador pondría en peligro los pagos a los inversionistas.

- * El ente emisor. Cuando las transacciones de titulización se estructuran bajo la modalidad de emisiones de “certificados de participación” en fondos comunes, el vehículo “emisor” utilizado es la sociedad fiduciaria u otro tipo de institución crediticia con similares capacidades, ambas de gran solvencia, trayectoria y experiencia como agentes depositarios de bienes. Cuando se hace bajo la modalidad de emisión de títulos representativos de deuda, o sea deuda directa del ente emisor, se utiliza como emisor la sociedad de objeto social único (las ya mencionadas “sociedades de quiebra remota” o “bankruptcy-remote companies”). Este tipo de sociedad se utiliza precisamente para darle más protección al inversionista, y se usa principalmente en los mercados de capitales más desarrollados en donde la Calificación de riesgo de emisiones tiene sentido y significado en el mercado. En la teoría, cualquier otra entidad podría ser utilizada como ente emisor, pero no se conocen desarrollos prácticos en ese sentido. Estas sociedades se constituyen con el exclusivo objeto social de adquirir cartera calificada para titulización y efectuar las emisiones de títulos correspondientes para pagar la compra a la entidad vendedora. Por consiguiente, el riesgo de la entidad es el mismo riesgo de la cartera, e inversamente, el riesgo de la cartera es el riesgo de la entidad. Estatutariamente quedan sumamente limitadas en cuanto a gasto, reparto de utilidades, etc. Algunas de las cláusulas restrictivas impuestas en este tipo de emisores se refieren a: 1) Incurrir en deuda distinta a la emisión utilizada para la compra de la cartera. 2) Fusionarse o consolidarse con otra entidad. 3) Establecer filiales o subsidiarias. 4) Repartir utilidades o dividendos hasta que no se haya retirado las emisiones que tenga flotando en el mercado. 5) Incurrir en gastos con recursos distintos a los provenientes de su capital, entre otras limitaciones que la excluyen de la posibilidad de tener acreedores distintos a los inversionistas. De este modo, la posibilidad de que alguien inicie un embargo o proceso de quiebra, es muy remota. De allí su singular nombre.

g) Consideraciones estructurales y legales

Las estructuras mecánico-financieras de la titulización de activos son, por sí solas, relativamente endebles, y por lo tanto requieren de una estructura legal que le otorgue soporte a la transacción en todos sus aspectos de funcionamiento. Algunos de los aspectos de mayor consideración en la estructuración de la consolidación son:

- * La venta en firme de la cartera. Este es un aspecto de relevancia tanto para el ente originador como para el inversionista. Si no se configura una verdadera venta en firme, la entidad originadora podría no beneficiarse plenamente de los beneficios de la titulización y los inversionistas podrían ser considerados como acreedores con garantía, ante eventos de insolvencia en la originadora.
- * El contrato de administración. Se debe establecer claramente la relación existente entre la administradora, el portafolio de cartera titulizada y los flujos de caja provenientes de la cartera. Los flujos de caja en tránsito hacia los inversionistas deben quedar segregados en cuentas independientes constituidas para tal fin.

Los anteriores factores son aun más críticos cuando los servicios de administración los presta la misma entidad vendedora. También debe quedar plenamente establecida la relación existente entre cada una de las partes involucradas en la estructura, y la posibilidad de transferir la administración de la transacción a una entidad suplente en determinado momento.

III. Metodología de Calificación

Los instrumentos que poseen información suficiente, son clasificados de acuerdo al análisis cualitativo y cuantitativo. En este documento se establece las situaciones en que la información no es la apropiada.

III.1. Análisis de factores cualitativos

En esta etapa se busca determinar la existencia de riesgos producidos por concentración de créditos, problemas de pagos de la cartera o por mala gestión del originador. Para este fin se realiza un análisis de la composición del activo de respaldo, de la Calificación del originador, de las características de la estructura y de otros elementos que se discuten a continuación.

a. Composición del activo de respaldo

Se requiere clasificar la concentración de créditos en el patrimonio autónomo y en cada emisión. Asimismo, se evaluará la concentración por deudor en cada cartera de crédito transferida. Adicionalmente a la desconcentración del activo de respaldo, es necesario clasificar la calidad de los créditos sobre la base de los indicadores de morosidad, deterioro de cartera, entre otros. En esta etapa se debe revisar las carpetas de deudores con antecedentes de morosidad.

b. Calificación del originador

Se debe clasificar la metodología de otorgamiento de los créditos, la política de cobranza, la administración y propiedad del originador, entre otros.

c. Calificación de la estructura

En esta etapa se analiza la estructura propuesta por el emisor a la luz de los elementos presentados en la Sección I de la presente metodología de Calificación de riesgo de títulos de deuda titulizada.

d. Otros elementos a considerar

Un elemento adicional que se debe considerar es el “*spread*” o margen promedio de los créditos que conforman el activo de respaldo respecto de las tasas vigentes. Mientras mayor sea este *spread*, mayor es la probabilidad de prepago y dependerá de la estructura de la emisión el riesgo asociado a este fenómeno.

También se debe estudiar la existencia de seguros de desgravamen, contra incendios y terremotos. El seguro de desgravamen es totalmente necesario, los otros dos podrían obviarse a costa de un mayor riesgo asociado.

Por último, se analiza la diversificación geográfica de los créditos o cuentas por pagar.

Calificación preliminar de los factores cualitativos

Sobre la base de los factores determinados previamente se procede a una Calificación preliminar de los títulos de deuda de titulización. Para este fin se determinan cuatro niveles asociados a los factores cualitativos a fin de ordenar el conjunto de factores analizados de mejor a peor.

III.2. Análisis de factores cuantitativos

El análisis cuantitativo tiene como objetivo determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por la cartera de activos de respaldo sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión.

Se debe establecer una matriz de ingresos y egresos para cada período. Los flujos positivos corresponden a los pagos efectivos esperados de los créditos de respaldo, considerando una determinada morosidad; a los ingresos por las liquidaciones de garantías, cuando corresponda; a los flujos generados por la manutención de excedentes temporales en el patrimonio autónomo; y al valor del sobrecolateral, cuando corresponda. Por su parte, los flujos negativos corresponden a los distintos costos que debe incurrir el emisor a cuenta del patrimonio autónomo.

Para cada grupo de créditos se aplica las medidas de “stress” o tensión adecuadas para la categoría de riesgo deseada. Estas medidas de tensión corresponden fundamentalmente a la morosidad (cesación de pagos) acumulada.

Para que una determinada estructura obtenga la Calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

Sobre la base de la capacidad de pago se establece la Calificación de la capacidad de pago de los cupones, que puede ser AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC y DD, para el caso de los bonos. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B. Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Calificación preliminar de los títulos de deuda de titulización

La Calificación preliminar de los títulos de deuda se obtiene combinando la Calificación de los aspectos cualitativos y de la capacidad de pago.

Calificación final de los títulos de deuda de titulización

La Calificación preliminar obtenida podrá ser modificada cuando existan garantías adicionales en favor de la emisión.

Información requerida para asignar una Calificación inicial

- * Listado de activos, créditos o contratos de leasing que conforman el patrimonio autónomo. Este listado debe incluir la siguiente información:
 - * Nombre y actividad deudor y codeudor (cuando proceda)
 - * Ubicación del activo, valor comercial y avalúo
 - * Antecedentes financieros del deudor (ingresos, deudas, protestos, etc.)
 - * Monto del crédito, monto de la cuota, tasa de interés y plazo
 - * Existencia de seguros y subsidios (cuando proceda)
 - * Fecha emisión del crédito
 - * Morosidad a la fecha
- * Antecedentes del emisor, incluyendo descripción de la propiedad, de la administración y de los recursos humanos y físicos disponibles para su labor.
- * Antecedentes de los originadores, incluyendo descripción de la propiedad, de la administración y de los recursos humanos y físicos disponibles para su labor.

Manual de Calificación de Riesgo

También se debe incluir sus políticas de crédito y cobranza y el historial de morosidad.

- * Contratos de administración de cartera (cuando proceda), contrato de emisión de los bonos titulizados.
- * Estructura de la emisión.
- * Antecedentes generales de emisiones anteriores, en caso de existir.

Procedimientos generales de Calificación de instrumentos financieros de personas jurídicas constituidas en el extranjero

El proceso de Calificación de instrumentos financieros emitidos por personas jurídicas constituidas en el extranjero constará de dos etapas: la Calificación del riesgo soberano y los procedimientos normales de Calificación. Los procedimientos normales de Calificación son todos aquellos contenidos en el Manual de Calificación de Riesgo PCR-PACIFIC CREDIT RATING, los mismos que contemplarán adicionalmente, los elementos de hecho y de juicio derivados o que se deriven del procedimiento de Calificación del riesgo soberano y del análisis complementario.

Procedimiento de Calificación del riesgo soberano

El análisis del riesgo soberano pretende evaluar la vulnerabilidad de la capacidad de pago de un país para cumplir con sus obligaciones frente a *shocks*, tanto internos como externos, a fin de determinar el impacto que podría tener sobre la capacidad de pago de las compañías constituidas en dichos países.

Con el fin de determinar el riesgo soberano se debe partir de la premisa de que las políticas económicas que lleven a mejoras sostenidas en el bienestar social, serán un fundamento para la consecución de la estabilidad política. Ésta, a su vez, permitirá que los dirigentes políticos alcancen decisiones óptimas de largo plazo que, sin embargo, pueden involucrar sacrificios de corto plazo por parte del público. Por esta razón, se considera al riesgo soberano como un ciclo continuo en el cual las decisiones económicas, políticas y sociales deben estar sincronizadas, debiendo centrarse la evaluación de la política económica en el estudio de las medidas dictadas por el gobierno para mantener la estabilidad económica, mejorar la competitividad interna y externa, así como promover un mayor crecimiento y desarrollo.

Los deudores soberanos usualmente gozan de la más alta calidad crediticia en obligaciones emitidas en el mercado local. Si mantienen el derecho de imprimir su propio dinero, la discusión acerca de un posible incumplimiento es de tipo académico. El riesgo estaría en la posibilidad de cumplir con el pago de sus obligaciones a través de la excesiva emisión de dinero en la economía, es decir, disminuir el valor de sus obligaciones mediante la generación de inflación. Sin embargo, en el caso de obligaciones en moneda extranjera existe un riesgo más serio de incumplimiento, dado que el deudor soberano no puede emitir los medios con los cuales debe pagar su deuda. En este caso, PCR evaluará la capacidad y deseo del soberano de generar las divisas suficientes para poder cumplir con sus obligaciones.

Esta evaluación es vital no sólo para el caso del deudor soberano, sino también para otros emisores, puesto que el *rating* asignado a las obligaciones gubernamentales es utilizado como límite superior (*sovereign ceiling*) para el resto de las obligaciones (públicas o privadas) generadas dentro de dicho país. Un gobierno tiene la potestad legal de aplicar controles al manejo de moneda extranjera a sus residentes. En consecuencia, emisores no gubernamentales y sus inversionistas deben enfrentar el riesgo de transferencia, es decir, el riesgo de que la moneda local no pueda ser convertida en moneda extranjera, aquella necesaria para cumplir con el pago de sus obligaciones en moneda extranjera, lo que los hace por lo menos tan riesgosos como el soberano. Es necesario indicar que cierto tipo de productos financieros como los ADR's, bonos con garantías internacionales y otros pueden tener menor riesgo que el riesgo país.

Es necesario que los inversionistas reconozcan las limitaciones de este análisis, dada la menor certidumbre si se le compara con el análisis realizado para el caso de una

institución financiera o una corporación. El principal problema yace en la información disponible dado el limitado número de emisores soberanos. PCR es consciente de la necesidad de usar todos los métodos de análisis disponibles con el fin de realizar un trabajo de calidad; sin embargo, la insuficiencia de información estadística limita el análisis. En consecuencia, el *rating* del soberano dependerá más de un análisis de política económica que del uso del análisis estadístico.

Nuestro análisis involucra cuatro elementos principales: política económica, balanza de pagos, deuda pública y privada, y factores sociales y políticos.

En la evaluación de la **política económica**, se reflejan las medidas gubernamentales empleadas con el fin de mantener la estabilidad macroeconómica, mejorar la competitividad, y promover un mayor crecimiento y desarrollo. La competitividad está afectada por las políticas estructurales que afectan la eficiencia mediante la cual los productos locales son ofrecidos en los diferentes mercados. El desarrollo económico se sustenta en la generación de un mayor ahorro interno, así como en inversiones que incrementen los *stocks* de capital humano y físico. El fin de las diferentes políticas implementadas (fiscal, monetaria, cambiaria y comercial) es la estabilidad macroeconómica, coordinadamente buscando un crecimiento de largo plazo, así como reducir la inflación y el déficit en la balanza de pagos. La determinación de riesgo-país pone particular énfasis en el planeamiento económico, y en la coherencia de las diferentes políticas implementadas.

La evaluación de la política no se restringe al uso de razones financieras. Cuatro indicadores clave deben ser considerados de manera conjunta: crecimiento, inflación, balance externo y nivel de desempleo. Así, el análisis de PCR no está relacionado sólo con políticas de estabilización, sino también con la búsqueda por parte del gobierno de una mejora en las características estructurales de la economía.

La estabilidad macroeconómica se logra a través de un conjunto de medidas fiscales, monetarias, de ingresos y cambiarias, cuyo resultado se orienta hacia la generación del crecimiento de largo plazo sin generar inflación o presiones sobre la balanza de pagos que resulten en un mayor endeudamiento.

En ese sentido, la *política fiscal* del país debe monitorear la tendencia de los resultados primarios y fiscales, las necesidades de endeudamiento del sector público y la tendencia de los balances operacionales. Cuando sea necesario, el balance fiscal debe ser evaluado después de ajustar el *stock* doméstico de deuda ante cualquier erosión ocasionada por la inflación. Ante la existencia de déficit fiscal, debe analizarse los factores que lo generan y los medios para financiarlo a fin de determinar su permanencia e impacto sobre la inflación y la cuenta corriente. También se evalúa el déficit cíclico ajustado, separando dentro de los requerimientos de endeudamiento del sector público aquellos componentes estructurales de los cíclicos. Del mismo modo, es indispensable examinar la tendencia del gasto público para comprender la flexibilidad para disminuirlo en caso sea requerido. La pregunta clave aquí es si existe o no una salida viable para el déficit del sector público que sea compatible con el desarrollo económico del país.

En lo referente a la *política monetaria*, se analiza el compromiso de las autoridades monetarias para controlar la inflación, por lo que se evalúa su predictibilidad y sofisticación y la efectividad de los instrumentos disponibles. Además, la política monetaria afecta al tipo de cambio, los agregados monetarios y la asignación del crédito, por lo que se debe estudiar la coherencia entre la política monetaria y el marco global de la política macroeconómica.

Resulta importante la existencia de coherencia entre las políticas utilizadas y la realidad económica del país. En el peor caso, es decir, ante una falla en la identificación de los

problemas del país por parte del gobierno y la existencia de pruebas sobre el incumplimiento de medidas anunciadas, ocurre un efecto negativo sobre el *rating* del soberano.

Finalmente, al evaluar la política económica también se considera la capacidad y experiencia de los encargados de la administración del país en el manejo del endeudamiento externo y de una crisis de liquidez. También se analizan las perspectivas del país en relación con el acceso al mercado de capitales que le permita, en caso necesario, refinanciar sus obligaciones.

El análisis de la **balanza de pagos** considera tres factores: la cuenta corriente, la cuenta de capitales y el nivel de reservas, y enfatiza la habilidad de un país por demostrar crecimiento y diversificar sus exportaciones, ya que revela una mayor orientación externa y mejoras en la competitividad. Las importaciones y las exportaciones son analizadas a través de una revisión de la evidencia sobre competitividad relacionada o no con el precio; elasticidad; tipo de cambio; participación de mercado; crecimiento; diversidad geográfica de los mercados; y diversificación sectorial entre productos primarios y manufacturas. Asimismo, se busca evidencia sobre sectores exportadores que presenten crecimiento sostenido y diversificado, que sean competitivos y que posean capacidad para mantenerse por sí mismos e, inclusive, incrementar su participación en mercados crecientes.

Adicionalmente, resulta importante determinar la apertura de la economía a los mercados internacionales. Empresas protegidas por altas barreras tarifarias tienden a ser ineficientes; y en el largo plazo, las estructuras tarifarias o cuotas que no presenten un cronograma claro de reducciones y eliminaciones puede impedir la generación de divisas para el país.

Debido a que el déficit en cuenta corriente mide la dependencia en el ahorro externo, éste debe ser sostenible en un contexto de flujo de capitales y reservas. En la cuenta de capitales es necesario diferenciar entre la inversión extranjera directa del capital especulativo. La primera resulta positiva pues es considerada de largo plazo y revela mayor confianza en la economía doméstica, a la vez de promover la integración ya que provee a la economía de un sesgo exportador y mayor dinamismo en comparación con los inversionistas especulativos quienes exigen determinado rendimiento por sus inversiones (en renta fija o variable). Nuestro análisis también considera el nivel de reservas internacionales, así como la regularidad con la cual la información sobre el tema es distribuida. En países donde tal información es muy restringida, el riesgo originado por la incertidumbre crece.

Otros factores considerados son el tratamiento de la inversión extranjera directa y la repatriación de ingresos y dividendos como parte de la evaluación del potencial de crecimiento del país. Asimismo, se analiza factores como la tendencia de la productividad tanto en sectores transables como de servicios con el fin de evaluar la viabilidad de los negocios en la economía.

Por otro lado, como se señaló anteriormente, la competitividad es afectada por las políticas estructurales que tienen impacto sobre la eficiencia con la que los recursos son asignados a la producción, trabajo y mercados financieros. Así, el rol del gobierno debe ser el de proveedor de bienes sociales, y el de administrador de un marco regulatorio que promueva la competencia y limite el poder de los monopolios naturales. De este modo, se necesita evaluar el compromiso del gobierno para continuar las reformas que promuevan ganancias de productividad, así como el diseño e implementación de sus planes de reforma estructural.

A su vez, el desarrollo económico se ve facilitado promoviendo el ahorro interno e inversiones que incrementen el stock de capital humano y físico, tomando en cuenta las restricciones de recursos que se enfrentan. Una orientación diseñada para mejorar el nivel económico y bienestar social es considerada un factor favorable. El énfasis en la diversificación de las fuentes de actividad económica y la sofisticación de la infraestructura mejoran la competitividad de un país. Tal expansión puede ser sostenida y favorable, si no genera distorsiones excesivas de precio y de balanza de pagos o resulta en endeudamiento externo intolerable.

Las **obligaciones gubernamentales**, tanto internas como externas, así como el financiamiento empleado son analizados detalladamente. El monto en moneda local que inversionistas extranjeros tengan de la deuda es una variable importante, pues de esta forma ellos pueden imponer un mayor control que otros acreedores sobre las políticas empleadas. Altos niveles de deuda de corto plazo y pagos amortizables vulneran la confianza del inversionista. Un país con altos volúmenes de activos y pasivos externos estará más integrado al mercado financiero internacional y por ende tiene mayores incentivos para cumplir adecuadamente su servicio de deuda.

Cabe señalar que, en el largo plazo, la contraparte de un incremento en el endeudamiento debe ser a un incremento en la capacidad de servir la deuda como resultado de un incremento en los ingresos de divisas.

Por último, tanto **factores políticos como sociales** son considerados en el proceso de determinación de riesgo país: la flexibilidad mediante la cual las instituciones políticas responden a los diferentes escenarios, la representatividad de los diferentes sectores de la sociedad y la convicción y el grado de aceptación de las diferentes medidas son importantes a fin de poder asegurar las metas planeadas.

Respecto de los riesgos políticos, cabe preguntarse si el acuerdo político es durable y estable. Lo que PCR busca es conocer si los líderes son capaces de obtener apoyo popular aún cuando las medidas aplicadas o por aplicar no sean populares. Asimismo, examinamos la existencia de tensiones políticas y sociales y el origen de las mismas. Además, al evaluar el riesgo político total, se toman en consideración las políticas aplicadas por las naciones vecinas, así como la actitud de las potencias frente a un potencial conflicto. La inminencia de un conflicto puede anular cualesquiera otros elementos considerados en el análisis.

En adición al establecimiento de un caso base para las perspectivas económicas y financieras del país, PCR examina la manera en que el país puede reaccionar si se enfrenta con algunos *shocks* externos. Este **análisis de sensibilidad** es diseñado para crear una idea clara de la fortaleza de la economía y de la política ante un hecho inesperado.

Los escenarios utilizados varían dependiendo de las características particulares de la economía del país; sin embargo, los escenarios estándar incluyen recesión mundial, altas tasas de interés reales mundiales, y un colapso en los precios de los commodities.

En este punto, resulta importante identificar las características del mercado laboral, puesto que la falta de flexibilidad en el mismo puede incrementar la necesidad del país de inyecciones de capital extranjero para cubrir cualquier déficit emergente en la cuenta corriente. Esta situación también podría originar la aparición o el incremento de tensiones sociales o un aumento en el peso del gasto público ante un incremento del desempleo.

En cuanto a las **Calificaciones de corto plazo**, cabe resaltar que aún cuando existe cierta interrelación entre éstas y las Calificaciones de largo plazo, existe la posibilidad de que un país con un bajo *rating* de largo plazo pueda obtener un *rating* de corto plazo elevado, en términos relativos, en caso existan pruebas de que ha sido capaz de manejar sus necesidades de liquidez en el pasado.

Un factor clave en la asignación de un *rating* de corto plazo es el nivel oficial de reservas de divisas del país en relación con sus importaciones. Sin embargo, es necesario considerar factores como la volatilidad de las exportaciones, el nivel de inversión extranjera de corto plazo y la disponibilidad de líneas de crédito. Asimismo, es necesaria evidencia de la posición monetaria y los vencimientos.

Análisis complementario

En forma previa, simultánea e incluso posterior a la aplicación de los procedimientos normales de Calificación, se deberá considerar las diferencias en el riesgo de una persona jurídica y/o de un instrumento por ella emitido, originados por su constitución fuera del territorio nacional así como por la influencia que su portafolio de negocios y/o activos pueda tener en el riesgo del negocio.

En este sentido, se producen diferencias legales, contables y tributarias que deberán ser analizadas. A este fin, se requerirá opiniones legales, contables y tributarias externas a la empresa, que expliquen estas diferencias, de modo tal que se incorporen al análisis:

- a) En primer lugar, se solicitará un informe de un estudio jurídico de prestigio que describa las analogías y diferencias sustanciales entre el régimen legal local y de los otros países en que participa la empresa. Deberá enfatizar aspectos societarios, regulatorios, tributarios y del mercado de valores, así como una descripción detallada de los mecanismos con que contará el inversionista nacional para hacer valer sus derechos frente a la entidad emisora extranjera. Adicionalmente, deberá anexarse la declaración de sometimiento a las leyes locales y los asesores legales deberán emitir una opinión legal al respecto.
- b) En segundo lugar, se requerirá un informe preparado por una sociedad de auditoría de prestigio que describa las diferencias entre los principios contables empleados en dicho país con el GAAP de los Estados Unidos de Norteamérica. Se deberá profundizar los aspectos contables relevantes en la consolidación de estados financieros, si fuera el caso.

Además, ambos informes deberán discutir las prácticas, usos y costumbres de dicha plaza sobretodo en cuanto puedan afectar la puntual atención de las obligaciones contraídas.

Asimismo, para el caso de instrumentos de deuda, en la medida que existan diversos riesgos soberanos involucrados, al menos uno más que el riesgo soberano local, el análisis incorporará estas diferencias. La mecánica consistirá en la formación de un equipo de Calificación conformado al menos por un analista de riesgo soberano y un analista de la industria a la que pertenece la empresa. De ser el caso, un analista del área de financiamiento estructurado se incorporará al equipo.

Este procedimiento se deberá aplicar con la misma rigidez a la revisión del garante, si lo hubiera, en caso sea una persona jurídica extranjera, aún cuando el emisor sea una empresa constituida localmente. Se discutirá asimismo, en qué medida la constitución en el exterior modifica o afecta la forma en que opera la compañía.

A efectos de incorporar la evaluación de riesgos soberanos, se deberá contar con un mínimo del 75% del portafolio de ingresos y/o activos debidamente clasificado, en un contexto internacional, por al menos una Calificadora de nivel internacional.

Si bien es cierto que no es objeto de la Calificación de riesgo determinar la veracidad de la información u opinar con relación a la calidad moral o al riesgo moral de una transacción, el analista hará su mejor esfuerzo para dejar satisfecho a los miembros del comité al respecto. Sin embargo, estos elementos no son de responsabilidad de PCR.

Este procedimiento se aplicará a cualquier emisor no constituido localmente, al margen del porcentaje de activos y/o ingresos situados y/o generados en el país. Asimismo se debe hacer hincapié que este procedimiento constituye una Calificación internacional de la emisión y/o del emisor, según el caso.

Procedimientos normales de Calificación

Los procedimientos normales de Calificación son todos aquellos contenidos en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR, los mismos que contemplarán adicionalmente, los elementos de hecho y/o de juicio derivados o que se deriven del análisis complementario.

La simbología a utilizar es la que corresponda al instrumento de acuerdo con los procedimientos normales de Calificación. Para efectos de la Calificación internacional la simbología y su significado se presentan en el anexo. Se debe notar que en el caso de estas Calificaciones no se utiliza el prefijo que tiene como objeto identificar las Calificaciones realizadas localmente para cada país en el que PCR mantiene presencia.

Procedimientos generales para la Calificación internacional de depósitos de corto plazo y depósitos de mediano y largo plazo de bancos e instituciones financieras

El proceso de Calificación internacional de depósitos de bancos e instituciones financieras incorpora dentro de su análisis: (i) los procedimientos normales de Calificación y (ii) los efectos que tiene el riesgo soberano sobre el perfil de riesgo de cada institución. Los procedimientos normales de Calificación a los que se hace referencia son todos aquellos contenidos en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR, en la sección concerniente con la Calificación de riesgo de bancos e instituciones financieras.

Cabe indicar que la Calificación de riesgo internacional tiende a asignar mayores niveles de riesgo a los bancos e instituciones financieras, en términos relativos al nivel de riesgo que se asignaría de aplicarse la Calificación en escala local. Esto se debe a que en la Calificación de riesgo local, el riesgo soberano es excluido por completo del análisis, es decir se hace abstracción de un factor de riesgo que impacta de manera considerable sobre la institución, esta abstracción determina menores niveles de riesgo para las instituciones evaluadas localmente.

Procedimientos normales de Calificación

Los procedimientos normales de Calificación son todos aquellos contenidos en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR en lo que se refiere a la evaluación de bancos e instituciones financieras.

Análisis del riesgo soberano

Es necesario que los inversionistas reconozcan las limitaciones de este análisis, dado el número de emisores soberanos existente. PCR es consciente de la necesidad de usar todos los métodos de análisis disponibles con el fin de realizar un trabajo de calidad; sin embargo, la insuficiencia de información estadística limita el análisis. En consecuencia, el análisis del país dependerá más de un análisis de política económica que del uso del análisis estadístico.

Nuestro análisis involucra cuatro elementos principales: política económica, balanza de pagos, deuda pública y privada, y factores sociales y políticos.

En la evaluación de la **política económica**, se reflejan las medidas gubernamentales empleadas con el fin de mantener la estabilidad macroeconómica, mejorar la competitividad, y promover un mayor crecimiento y desarrollo. La competitividad está afectada por las políticas estructurales que afectan la eficiencia mediante la cual los productos locales son ofrecidos en los diferentes mercados. El desarrollo económico se sustenta en la generación de un mayor ahorro interno, así como en inversiones que incrementen los stocks de capital humano y físico. El fin de las diferentes políticas implementadas (fiscal, monetaria, cambiaria y comercial) es la estabilidad macroeconómica, coordinadamente buscando un crecimiento de largo plazo, así como reducir la inflación y el déficit en la balanza de pagos. La determinación de riesgo soberano pone particular énfasis en el planeamiento económico, y en la coherencia de las diferentes políticas implementadas.

La evaluación de la política no se restringe al uso de razones financieras. Cuatro indicadores clave deben ser considerados de manera conjunta: crecimiento, inflación, balance externo y nivel de desempleo. Así, el análisis de PCR no está relacionado sólo con políticas de estabilización, sino también con la búsqueda por parte del gobierno de

una mejora en las características estructurales de la economía.

La estabilidad macroeconómica se logra a través de un conjunto de medidas fiscales, monetarias, de ingresos y cambiarias, cuyo resultado se orienta hacia la generación del crecimiento de largo plazo sin generar inflación o presiones sobre la balanza de pagos que resulten en un mayor endeudamiento.

En ese sentido, la política fiscal del país debe monitorear la tendencia de los resultados primarios y fiscales, las necesidades de endeudamiento del sector público y la tendencia de los balances operacionales. Cuando sea necesario, el balance fiscal debe ser evaluado después de ajustar el stock doméstico de deuda ante cualquier erosión ocasionada por la inflación. Ante la existencia de déficit fiscal, debe analizarse los factores que lo generan y los medios para financiarlo a fin de determinar su permanencia e impacto sobre la inflación y la cuenta corriente. También se evalúa el déficit cíclico ajustado, separando dentro de los requerimientos de endeudamiento del sector público aquellos componentes estructurales de los cíclicos. Del mismo modo, es indispensable examinar la tendencia del gasto público para comprender la flexibilidad para disminuirlo en caso sea requerido. La pregunta clave aquí es si existe o no una salida viable para el déficit del sector público que sea compatible con el desarrollo económico del país.

En lo referente a la política monetaria, se analiza el compromiso de las autoridades monetarias para controlar la inflación, por lo que se evalúa su predictibilidad y sofisticación y la efectividad de los instrumentos disponibles. Además, la política monetaria afecta al tipo de cambio, los agregados monetarios y la asignación del crédito, por lo que se debe estudiar la coherencia entre la política monetaria y el marco global de la política macroeconómica.

Resulta importante la existencia de coherencia entre las políticas utilizadas y la realidad económica del país. En el peor caso, es decir, ante una falla en la identificación de los problemas del país por parte del gobierno y la existencia de pruebas sobre el incumplimiento de medidas anunciadas, ocurre un efecto negativo sobre el rating del país.

Finalmente, al evaluar la política económica también se considera la capacidad y experiencia de los encargados de la administración del país en el manejo del endeudamiento externo y de una crisis de liquidez. También se analizan las perspectivas del país en relación con el acceso al mercado de capitales que le permita, en caso necesario, refinanciar sus obligaciones.

El análisis de la **balanza de pagos** considera tres factores: la cuenta corriente, la cuenta de capitales y el nivel de reservas, y enfatiza la habilidad de un país por demostrar crecimiento y diversificar sus exportaciones, ya que revela una mayor orientación externa y mejoras en la competitividad. Las importaciones y las exportaciones son analizadas a través de una revisión de la evidencia sobre competitividad relacionada o no con el precio; elasticidad; tipo de cambio; participación de mercado; crecimiento; diversidad geográfica de los mercados; y diversificación sectorial entre productos primarios y manufacturas. Asimismo, se busca evidencia sobre sectores exportadores que presenten crecimiento sostenido y diversificado, que sean competitivos y que posean capacidad para mantenerse por sí mismos e, inclusive, incrementar su participación en mercados crecientes.

Adicionalmente, resulta importante determinar la apertura de la economía a los mercados internacionales. Empresas protegidas por altas barreras tarifarias tienden a ser ineficientes; y en el largo plazo, las estructuras tarifarias o cuotas que no presenten un cronograma claro de reducciones y eliminaciones puede impedir la generación de divisas para el país.

Debido a que el déficit en cuenta corriente mide la dependencia en el ahorro externo, éste debe ser sostenible en un contexto de flujo de capitales y reservas. En la cuenta de capitales es necesario diferenciar entre la inversión extranjera directa del capital especulativo. La primera resulta positiva pues es considerada de largo plazo y revela mayor confianza en la economía doméstica, a la vez de promover la integración ya que provee a la economía de un sesgo exportador y mayor dinamismo en comparación con los inversionistas especulativos quienes exigen determinado rendimiento por sus inversiones (en renta fija o variable). Nuestro análisis también considera el nivel de reservas internacionales, así como la regularidad con la cual la información sobre el tema es distribuida. En países donde tal información es muy restringida, el riesgo originado por la incertidumbre crece.

Otros factores considerados son el tratamiento de la inversión extranjera directa y la repatriación de ingresos y dividendos como parte de la evaluación del potencial de crecimiento del país. Asimismo, se analiza factores como la tendencia de la productividad tanto en sectores transables como de servicios con el fin de evaluar la viabilidad de los negocios en la economía.

Por otro lado, como se señaló anteriormente, la competitividad es afectada por las políticas estructurales que tienen impacto sobre la eficiencia con la que los recursos son asignados a la producción, trabajo y mercados financieros. Así, el rol del gobierno debe ser el de proveedor de bienes sociales, y el de administrador de un marco regulatorio que promueva la competencia y limite el poder de los monopolios naturales. De este modo, se necesita evaluar el compromiso del gobierno para continuar las reformas que promuevan ganancias de productividad, así como el diseño e implementación de sus planes de reforma estructural.

A su vez, el desarrollo económico se ve facilitado promoviendo el ahorro interno e inversiones que incrementen el stock de capital humano y físico, tomando en cuenta las restricciones de recursos que se enfrentan. Una orientación diseñada para mejorar el nivel económico y bienestar social es considerada un factor favorable. El énfasis en la diversificación de las fuentes de actividad económica y la sofisticación de la infraestructura mejoran la competitividad de un país. Tal expansión puede ser sostenida y favorable, si no genera distorsiones excesivas de precio y de balanza de pagos o resulta en endeudamiento externo intolerable.

Las **obligaciones gubernamentales**, tanto internas como externas, así como el financiamiento empleado son analizados detalladamente. El monto en moneda local que inversionistas extranjeros tengan de la deuda es una variable importante, pues de esta forma ellos pueden imponer un mayor control que otros acreedores sobre las políticas empleadas. Altos niveles de deuda de corto plazo y pagos amortizables vulneran la confianza del inversionista. Un país con altos volúmenes de activos y pasivos externos estará más integrado al mercado financiero internacional y por ende tiene mayores incentivos para cumplir adecuadamente su servicio de deuda.

Cabe señalar que, en el largo plazo, la contraparte de un incremento en el endeudamiento debe ser a un incremento en la capacidad de servir la deuda como resultado de un incremento en los ingresos de divisas.

Por último, tanto **factores políticos como sociales** son considerados en el proceso de determinación de riesgo soberano: la flexibilidad mediante la cual las instituciones políticas responden a los diferentes escenarios, la representatividad de los diferentes sectores de la sociedad y la convicción y el grado de aceptación de las diferentes medidas son importantes a fin de poder asegurar las metas planeadas.

Respecto de los riesgos políticos, cabe preguntarse si el acuerdo político es durable y estable. Lo que PCR busca es conocer si los líderes son capaces de obtener apoyo

popular aún cuando las medidas aplicadas o por aplicar no sean populares. Asimismo, examinamos la existencia de tensiones políticas y sociales y el origen de las mismas. Además, al evaluar el riesgo político total, se toman en consideración las políticas aplicadas por las naciones vecinas, así como la actitud de las potencias frente a un potencial conflicto. La inminencia de un conflicto puede anular cualesquiera otros elementos considerados en el análisis.

En adición al establecimiento de un caso base para las perspectivas económicas y financieras del país, PCR examina la manera en que el país puede reaccionar si se enfrenta con algunos shocks externos. Este análisis de sensibilidad es diseñado para crear una idea clara de la fortaleza de la economía y de la política ante un hecho inesperado.

Los escenarios utilizados varían dependiendo de las características particulares de la economía del país; sin embargo, los escenarios estándar incluyen recesión mundial, altas tasas de interés reales mundiales, y un colapso en los precios de los commodities.

En este punto, resulta importante identificar las características del mercado laboral, puesto que la falta de flexibilidad en el mismo puede incrementar la necesidad del país de inyecciones de capital extranjero para cubrir cualquier déficit emergente en la cuenta corriente. Esta situación también podría originar la aparición o el incremento de tensiones sociales o un aumento en el peso del gasto público ante un incremento del desempleo.

Impacto del riesgo soberano sobre el perfil de riesgo de la institución

Dado que el Estado goza de la más alta calidad crediticia dentro de su propio país⁶, el riesgo soberano brinda una adecuada aproximación al nivel de riesgo sistémico de la economía. Es decir, si consideramos que el Estado representa el menor nivel de riesgo posible dentro de cada economía, entonces dicho nivel de riesgo refleja únicamente el riesgo sistémico del país, obviando el efecto de cualquier otro riesgo diversificable. Este riesgo no diversificable del Estado es el mínimo nivel de riesgo que podrían alcanzar las compañías de un determinado país, por lo que funge como límite inferior de riesgo al evaluar una institución financiera en el ámbito internacional.

Existen sustentos académicos que fundamentan la asignación del menor riesgo crediticio local al Estado, basados principalmente en los poderes extraordinarios que concentra el Estado y que le permiten limitar su riesgo de incumplimiento con mayor facilidad que cualquier otro agente dentro de la economía. El contraste empírico de estas afirmaciones admite divergencias. No obstante, PCR toma como una buena aproximación del riesgo sistémico de una economía al nivel de riesgo crediticio de su Estado. Cabe indicar que en el caso de obligaciones en moneda extranjera existe un mayor riesgo de incumplimiento por parte del Estado, dado que el deudor no puede utilizar la emisión monetaria como una alternativa para el pago de sus obligaciones.

En consecuencia, el análisis de riesgo soberano es vital no sólo para el caso del deudor soberano, sino también para otros emisores, debido al valor que tiene dicho riesgo como medida del riesgo sistémico de una determinada economía. En este sentido, el rating asignado por al menos una Calificadora de nivel internacional a las obligaciones gubernamentales es utilizado como límite superior (sovereign ceiling) para el resto de las obligaciones (públicas o privadas) generadas dentro de dicho país, salvo en los casos en que estructuras de financiamiento específicas limiten el impacto del riesgo soberano.

Cabe indicar que entre los impactos más importantes que tiene el riesgo soberano

⁶ Sin embargo, es posible que existan excepciones en que un Estado sea más riesgoso que otro ente local.

sobre una institución financiera están los vinculados con la aplicación de controles al manejo de moneda extranjera a los residentes del país, la expropiación de activos o derechos por parte del Estado.

Si bien los procedimientos utilizados por PCR para el análisis de la fortaleza intrínseca de instituciones financieras son los mismos que los desarrollados en el Manual de Calificación de Riesgo de PCR, es fundamental incorporar en el análisis, el impacto del riesgo soberano sobre los diversos activos que mantiene la institución. Así, el análisis de **calidad de la cartera** de una institución cuyas colocaciones estén distribuidas en diversos países considerará el nivel de riesgo soberano de cada país al estimar el riesgo global de la cartera. Del mismo modo, el análisis debe incorporar el riesgo soberano involucrado en las **inversiones** de la institución, tanto cuando se trate de valores emitidos por los gobiernos como cuando dichas inversiones estén constituidas por valores emitidos por compañías afectas a riesgo soberano.

Por lo tanto, es fundamental distinguir en la estructura de las operaciones activas de la institución, el grado de concentración de riesgo por países en que participa y el impacto que ello tiene sobre su perfil de riesgo global. El análisis de riesgo de la cartera de colocaciones, de las inversiones de la institución, entre otras, incorporará el riesgo sistémico de los países en los que existe exposición activa. Adicionalmente, se debe considerar el riesgo soberano involucrado en las operaciones contingentes.

Análisis complementario

En los casos en que la institución financiera a ser evaluada haya sido **constituida fuera del "país que se considera local"**, se deberá considerar las diferencias en el riesgo de una persona jurídica y/o de un instrumento por ella emitido, originados por su constitución fuera del territorio nacional.

En este sentido, se producen diferencias legales, contables y tributarias que deberán ser analizadas. A este fin, se requerirá opiniones legales, contables y tributarias externas a la empresa, que expliquen estas diferencias, de modo tal que se incorporen al análisis:

- a) En primer lugar, se solicitará un informe de un estudio jurídico de prestigio que describa las analogías y diferencias sustanciales entre el régimen legal local y del país de constitución de la institución. Deberá enfatizar aspectos societarios, regulatorios, tributarios y del mercado de valores, así como una descripción detallada de los mecanismos con que contará el inversionista nacional para hacer valer sus derechos frente a la entidad emisora extranjera. Adicionalmente, deberá anexarse la declaración de sometimiento a las leyes locales y los asesores legales deberán emitir una opinión legal al respecto.
- b) En segundo lugar, se requerirá un informe preparado por una sociedad de auditoría de prestigio que describa las diferencias entre los principios contables empleados en dicho país con el GAAP de los Estados Unidos de Norteamérica y la normativa contable local. Se deberá profundizar los aspectos contables relevantes en la consolidación de estados financieros, si fuera el caso.

Si bien es cierto que no es objeto de la Calificación de riesgo determinar la veracidad de la información u opinar con relación a la calidad moral o al riesgo moral de una transacción, el analista hará su mejor esfuerzo para dejar satisfecho a los miembros del comité al respecto. Sin embargo, estos elementos no son de responsabilidad de PCR.

Para efectos de la Calificación internacional la simbología y su significado se presentan en el anexo. Se debe notar que en el caso de estas Calificaciones no se utiliza el prefijo que tiene como objeto identificar las Calificaciones realizadas localmente para cada país en el que PCR mantiene presencia.

Procedimientos de Calificación de riesgo de obligaciones de compañías de seguros generales y afianzadoras

Definición

Se entenderá por obligaciones de compañías de seguros aquellas que se deriven de todo contrato de seguros, vigente a la fecha de Calificación, y por los cuales las compañías de seguros tradicionales tengan obligación de constituir reservas técnicas. Contempla además aquellos contratos de seguros que, habiendo expirado su vigencia, representan eventuales obligaciones futuras de la compañía, de acuerdo con los términos pactados en ellos.

Las Calificaciones asignadas a la capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros son una evaluación de la capacidad del asegurador para honrar sus actuales y futuras obligaciones con los tenedores de la pólizas. Las Calificaciones de la capacidad de pago son el punto central de la fortaleza financiera y la viabilidad a largo plazo de los aseguradores. PCR considera que la capacidad de pago de siniestros permite observar si los activos y flujos de caja de los aseguradores pueden exceder las obligaciones asumidas que implique la constitución de reservas técnicas.

En realidad, esta probabilidad de incumplimiento no puede ser calculada en base a un solo ratio. La evaluación del riesgo de la compañía se realiza a través del análisis de solvencia a largo plazo. Esta solvencia a largo plazo incorpora, entre otros, un análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros; así como la evaluación de la política de inversiones. Estos dos aspectos considerados en la determinación de la solvencia a largo plazo son los que incorporarán las particularidades a tener en cuenta según sea el tipo de compañía de seguros analizada (seguros generales y/o seguros de vida).

Objetivo de la Calificación

El objetivo de la Calificación es medir la capacidad de pago que tiene la compañía para cumplir con las obligaciones pendientes y futuras con sus asegurados, considerando para ello cambios predecibles en la compañía, en la industria a que pertenece o en la economía. Las categorías de Calificación de las compañías de seguros están basadas en su capacidad de pago de siniestros.

Procedimientos generales de Calificación

Dentro de los procedimientos normales de Calificación se estudiará la capacidad de pago esperada de la compañía. La capacidad de pago esperada se clasificará en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo, y se analizará tres elementos: la capacidad de pago básica corregida, la posición relativa de la compañía en la industria y las características de la administración y propiedad.

- i) Capacidad de pago básica corregida
 - Se clasifica en cuatro niveles (de menor a mayor riesgo)
 - * Capacidad de pago básica
 - * Coberturas proyectadas
 - * Indicadores adicionales
 - i.1) Capacidad de pago básica: se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo y resulta del análisis de los siguientes factores:
 - a) Índice de cobertura histórica
 - b) Evaluación de la cartera del producto
 - (1) Diversificación
 - (2) Siniestralidad y suficiencia de reservas

- (a) Comportamiento de la siniestralidad global
 - (b) Comportamiento de la siniestralidad por ramo
 - (c) Diferencia entre costos de siniestros estimados y costos de siniestros incurridos
- (3) Resultado técnico
 - (4) Procedimientos de selección de asegurados
- c) Evaluación de la cartera de inversiones
 - (1) Estimación del riesgo de no pago de la cartera de inversiones
 - (2) Liquidez inmediata de los activos mantenidos en la cartera de inversiones
 - (3) Rentabilidad promedio obtenida por la cartera de inversiones
 - d) Evaluación del programa y procedimiento de reaseguro
- i.2) Índice de coberturas proyectadas. Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo.
- i.3) Indicadores adicionales de la situación financiera de la compañía. Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo. Estos indicadores comprenderán:
- * Indicadores de capacidad de generación de utilidades y de la rentabilidad de la compañía
 - * Indicadores de capacidad de pago y endeudamiento
 - * Otros factores de riesgo de la compañía
- ii) Posición relativa de la compañía en la industria
Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo. Se analizará aspectos como:
- a) Capacidad de introducción de nuevos productos y explotación de nuevos mercados
 - b) Eficiencia en la generación de servicios
 - c) Existencia de mercados cautivos
 - d) Participación de mercado por rubro
 - e) Riesgo por modificaciones legales
- iii) Características de la administración y propiedad
- * Grupo 1 Indicadores de Administración
 - * Grupo 2 Indicadores de Propiedad

Calificación final de las obligaciones de compañías de seguros

Corresponderá a la combinación de la Calificación asignada a la capacidad de pago esperada y la Calificación otorgada a dicha capacidad luego de realizado el análisis de sensibilidad.

El análisis de sensibilidad tendrá por objeto someter los elementos básicos que distinguen a una compañía de seguros a eventos desfavorables independientes entre sí. Esta sensibilidad se realizará tomando en cuenta los factores de riesgo que se considere fundamentales.

Calificación en nivel de incumplimiento

Podrá clasificarse en nivel de incumplimiento cuando:

- * La compañía se niega a proporcionar toda la información necesaria a juicio del clasificador, para su Calificación.
- * Los dictámenes de los auditores de los estados contables tengan abstención de opinión u opinión adversa, cuyas causas subsistan a la fecha de la Calificación.

- * La información presentada por la compañía a la Calificadora contiene antecedentes no fidedignos o no íntegros, que pueden conducir a error respecto de una Calificación.
- * La compañía presenta déficit en las relaciones técnicas requeridas por el regulador competente.
- * La información contenida en los estados contables y financieros no permite reflejar, razonablemente, la situación financiera de la compañía. En especial, cuando dicha compañía ha experimentado cambios significativos en su giro o se ha producido circunstancias que, habiendo afectado la capacidad de pago de sus siniestros, es probable que no se repitan, y sus estados financieros no puedan uniformarse para aislar los efectos correspondientes.

En aquellos casos en que la compañía haya sido constituida en forma reciente, y que por ende se carezca de información histórica representativa respecto a la misma, la Calificadora juzgará si cuenta con elementos que pudieran sustituir esa falencia en forma convincente.

Para aquellas compañías que presentan menos de tres años de información suficiente, por tener una presencia inferior a dicho período en el mercado, a la categoría de Calificación se le agregará la letra “n” (por nueva).

Procedimiento final

En el *procedimiento final* se evalúa la capacidad de pago de siniestros realizando una evaluación de la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros. La solvencia de largo plazo se clasifica en distintos grados de manera de obtener las distintas categorías de Calificación enumeradas en este manual mediante el análisis conjunto de los siguientes indicadores:

1. Características de la propiedad
2. Características de la administración y capacidad de la gerencia
3. Posición competitiva de la compañía en la industria
4. Política de inversiones (calidad de activos)
5. Política de Reaseguro
6. Análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros (diversificación por ramos, composición de activos, resultados, leverage, siniestralidad, capitalización, cobertura, eficiencia, crecimiento)
7. Sensibilidad frente al entorno macroeconómico, situación de la industria y perspectivas

En todos los aspectos a considerar se podrá analizar, en lo pertinente y donde queda indicado, la situación pasada, la situación actual, la situación futura determinada por las tendencias, la variabilidad en ellas y los puntos de inflexión, si así correspondiera en cada caso. Además, se podrán realizar comparaciones, en lo pertinente y posible, con los valores prevalecientes en el mercado, si así correspondiera en cada caso.

El proceso enfatiza el análisis de la capacidad futura de pago de los siniestros de la compañía de seguros. Para ello se analiza la solvencia de largo plazo y como consecuencia la Calificadora se formará una opinión sobre la habilidad de la compañía para mantener adecuada liquidez en condiciones críticas. La fuente principal para el análisis de los aspectos cuantitativos son los balances de las compañías de seguros.

Entre los aspectos cualitativos algunos de los más importantes son las bases económicas fundamentales de las principales líneas de seguros de la compañía, la posición competitiva de la compañía, la capacidad de la administración y de la propiedad, relaciones con compañías afiliadas o Casa Matriz que puedan darle un

mayor factor de protección a la compañía, y el manejo de activos y pasivos de la compañía en general, que está implícito en el análisis y que permite a la Calificadora a lo largo de este formarse una opinión al respecto, siendo un elemento adicional y complementario al desarrollado explícitamente en el manual.

Evaluación de la solvencia de largo plazo

Corresponde al análisis conjunto de los siguientes indicadores:

1. Características de la Propiedad

Se analiza las características de los propietarios y como éstas podrían afectar el riesgo en el pago de siniestros de la compañía. Se analizará quienes son los propietarios y que confianza inspiran en la industria, la dispersión de la propiedad, las características financieras de los principales accionistas, visión del negocio, objetivos y políticas, la influencia de los propietarios en la gestión de la empresa, las transacciones con personas relacionadas, los intereses de los principales dueños en relación a la compañía y la evolución del grupo empresarial al que pertenece, e importancia relativa de ésta para el grupo.

Se analiza también la capacidad de generar nuevos negocios y de desarrollar la compañía, en especial con nuevos productos en mercados cambiantes. Se analizará la política de dividendos (si se trata de una sociedad anónima) y la capacidad de manejo y de establecer y hacer cumplir las políticas empresariales por parte de los dueños, así como la relación con empresas vinculadas. Se tendrá especialmente en cuenta si la compañía depende como sucursal controlada de otra empresa, nacional o extranjera, que pueda ser un factor de protección ante circunstancias adversas para la solvencia de la compañía o ser un factor generador de riesgo adicional.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que las características de la propiedad pueden ser ubicadas en 3 niveles de riesgo, a saber *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un bajo riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un riesgo medio para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un alto riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

2. Características de la administración y capacidad de la gerencia

Se analizará las características de la administración y la capacidad de la gerencia. Las variables a considerar incluyen la preparación profesional de los administradores o gerentes para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la capacidad para identificar las probables fluctuaciones en las bases económicas fundamentales de las principales líneas de seguros de la compañía; y la capacidad para analizar y proponer modificaciones en la posición competitiva de la compañía.

Las otras variables a analizar son la estructura organizacional, el sistema de administración y planificación, informatización, sistema de control, capacidad de adaptación al cambio, capacidad de generación de nuevos negocios y de hacer crecer los existentes, antecedentes de la plana ejecutiva y directorio, su rotación y antigüedad en la industria y en la compañía, salarios, experiencia, compromiso con

la empresa y la industria, cursos y estudios realizados referentes a la industria, políticas de personal, cuadros técnicos, profundidad de los cuadros gerenciales y técnicos, centro de poderes y conflictos internos, el sistema de operación utilizado por la compañía y la armonía en las decisiones con los propietarios.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que las características de la administración y capacidad de la gerencia pueden ser ubicadas en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un bajo riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un riesgo medio para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un alto riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

3. Posición competitiva de la compañía en la industria

La posición competitiva de una compañía de seguros en la industria es afectada por un número importante de factores. Algunos como las características de la propiedad y de la administración ya han sido considerados y analizados por separado y en detalle por su importancia, por lo que no serán incluidos en este acápite. Para analizar la posición competitiva de la compañía en la industria se evaluará las siguientes variables:

- a) Las perspectivas de los diferentes ramos de seguros. Se analizará la tendencia proyectada en el tiempo del primaje a alcanzar en los diferentes ramos.
- b) La participación de mercado de la compañía por ramos de seguros. Se analizará la distribución de la producción entre ramos y se establecerá una comparación con el resto del mercado asegurador.
- c) El impacto de las regulaciones estatales. Se analizará como las modificaciones en las regulaciones pueden tener un impacto benéfico o perjudicial, diferencial para unas u otras compañías de seguros.
- d) La capacidad relativa de la compañía en la introducción de nuevos productos y en el desarrollo y explotación de nuevos mercados (estrategias y capacidad de llevarlas a cabo). Se analizará la experiencia y potencialidad de la compañía en relación al desarrollo de su cartera de productos.
- e) La calidad de la información que maneja la compañía de seguros. Se analizará la calidad de la información que maneja la compañía.
- f) Existencia de mercados “cautivos” y el grado de dependencia de la compañía respecto a ellos. Se analizará la existencia de tales mercados y la magnitud de sus efectos sobre la compañía.

Los indicadores enumerados se clasificarán en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto. A los efectos de la Calificación de la posición competitiva de la compañía en la industria, si cualquiera de los indicadores calificó en *Nivel 1* se le asigna 1 punto, si calificó en *Nivel 2* se le asigna 2 puntos y si calificó en *Nivel 3* se le asigna 3 puntos. La suma total de puntos máxima posible para los 6 indicadores es 18 y la mínima suma total posible es 6 puntos. Se clasifica a la posición competitiva de la compañía en la industria en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3*

de riesgo alto, de acuerdo a los puntos obtenidos en la suma total según la siguiente tabla de Calificación:

<i>Nivel 1</i>	Suma total menor o igual a 9.
<i>Nivel 2</i>	Suma total mayor o igual a 10 pero menor o igual a 13.
<i>Nivel 3</i>	Suma total mayor a 13.

3.a Calificación de las perspectivas de los diferentes ramos de seguros

El indicador a clasificar corresponde al análisis de la tendencia proyectada en el tiempo del primaje a alcanzar, según las perspectivas, en los diferentes ramos. Para su evaluación se considerará el análisis conjunto de la evolución de las tendencias en el futuro ponderadas por su peso relativo, para llegar a una tendencia única para toda la compañía que refleje las perspectivas de los diferentes ramos de seguro. Se clasificará de acuerdo a:

<i>Nivel 1</i>	Si la tendencia es positiva.
<i>Nivel 2</i>	Si la tendencia es neutra.
<i>Nivel 3</i>	Si la tendencia es negativa.

3.b Calificación de la participación de mercado de la compañía por ramos de seguros

La posición competitiva de una compañía está determinada en parte por la participación de mercado que ha alcanzado en los distintos ramos de seguros en los cuales compite y en la distribución de su producción entre ramos y como esto compara con el resto del mercado asegurador.

Por ejemplo, una compañía de seguros generales del mercado asegurador argentino con información a junio de 1993, ocupaba el cuarto lugar en producción con una participación de 3,54% en un mercado sumamente atomizado. Distinta sería la posición competitiva si ese cuarto lugar fuere con una participación del 20% en un mercado concentrado. Esa empresa tenía sin embargo una estructura de producción por ramos más equilibrada en cuanto a los riesgos que la del propio mercado, caracterizado por una alta proporción de seguros de automotores. Este ramo de seguros implica un riesgo adicional por siniestralidad y alto nivel de prima retenida. La compañía analizada tenía un menor porcentaje de seguros de automotores que el promedio del mercado. En incendio, transporte y otros ha tenido una buena evolución, así como en la participación total.

A efectos de clasificar el indicador bajo análisis se estudia la evolución que la participación de mercado de los distintos ramos haya experimentado y su evolución futura. Se clasificará de acuerdo a:

<i>Nivel 1</i>	La compañía mantiene o incrementa su participación en el 50% o más de los ramos principales en que participa, adicionalmente mantiene o incrementa su participación total.
<i>Nivel 2</i>	La participación de la compañía en los diferentes ramos y como un todo fluctúa en porcentajes no significativos.
<i>Nivel 3</i>	La compañía pierde significativamente su participación en más del 50% de los rubros principales en que participa y adicionalmente en el mercado como un todo.

3.c Calificación del impacto de las regulaciones estatales

Las numerosas regulaciones estatales, su modificación, eliminación de regulaciones, reemplazo de unas por otras tienen un indudable efecto benéfico o perjudicial, diferencial para unas u otras compañías de seguros.

Nivel 1 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo bajo respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

Nivel 2 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo medio respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

Nivel 3 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo alto respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

3.d Calificación de la capacidad relativa de la compañía en la introducción de nuevos productos y en el desarrollo y explotación de nuevos mercados

Teniendo en consideración la estrategia de la compañía, se analiza la experiencia y potencialidad de la compañía en relación al desarrollo de su cartera de productos y respecto al crecimiento y estabilidad de nuevos mercados que pudiera haber desarrollado, se encuentre desarrollando o planifique desarrollar. Se clasifica de acuerdo a:

Nivel 1 La compañía es líder en la introducción, desarrollo y explotación de nuevos mercados o tiene la potencialidad para realizarlo.

Nivel 2 La compañía mantiene su posición de mercado y se adapta a los cambios que el mercado experimenta, tiene limitada potencialidad de desarrollo.

Nivel 3 La compañía pierde posición de mercado y demuestra incapacidad para implementar nuevos servicios de seguros.

3.e Calificación de la calidad de la información que maneja la compañía de seguros

Adecuadas y oportunas decisiones se basan en la calidad y en la oportunidad de la información que maneja la compañía de seguros. La calidad de la información es un elemento diferencial en la posición competitiva de la compañía de seguros. La Calificadora evaluará la calidad de la información en comparación con distintas compañías y fuentes. Se clasificará de acuerdo a:

Nivel 1 La calidad de la información es superior al promedio.

Nivel 2 La calidad de la información es promedio, común, estándar.

Nivel 3 La calidad de la información está por debajo del promedio.

3.f. Calificación de la existencia de mercados “cautivos” y el grado de dependencia de la compañía respecto a ellos

Se analiza la existencia de éstos, ya sea por causa de convenios, contratos o de competencia limitada, u otras razones, estimándose la magnitud de los efectos sobre la compañía de una eventual desaparición de las causas que explican tales situaciones. Se clasificará de acuerdo a:

Nivel 1 La compañía no depende de mercados “cautivos”.

Nivel 2 La compañía tiene algún grado de dependencia de mercados “cautivos” pero podría prescindir de estos sin comprometer la solvencia de largo plazo.

Nivel 3 La solvencia de largo plazo de la compañía depende básicamente del mantenimiento de sus mercados “cautivos”, la pérdida de estos implicaría una seria crisis.

4. Política de inversiones (calidad de activos)

La composición del activo de una compañía de seguros está formada por disponibilidades, inversiones, créditos, inmuebles, bienes muebles y otros. Todos estos rubros pueden ser analizados por su calidad. Sin embargo, por su importancia relativa en el activo y sus características, para la determinación de la calidad de activos interesa particularmente el análisis de inversiones.

Se propone determinar en qué medida la diversificación (renta fija y variable), el riesgo de cada componente de la cartera de inversiones, la liquidez y rentabilidad de la cartera de inversiones de la compañía, son adecuados en relación al monto y naturaleza de las obligaciones de la compañía de seguros. Los componentes de este análisis son:

- a) Riesgo de cada componente principal de la cartera de inversiones
- b) Liquidez de la cartera de inversiones
- c) Rentabilidad de la cartera de inversiones

En seguros generales los riesgos asumidos implican contratos de corto plazo; ya que la ocurrencia de siniestros tiene la probabilidad de darse con mayor frecuencia. De esto se deduce que las inversiones que respaldan tales seguros deben ser de menor duración que para el caso de seguros de vida.

Las compañías de seguros deben constituir reservas técnicas para hacer frente a obligaciones futuras. La determinación de las distintas reservas técnicas es establecida por el regulador competente.

4.a Calificación de riesgo de cada componente principal de la cartera de inversiones

Este análisis al hacerse por cada componente principal soslaya el análisis de la diversificación de cartera por grupo de instrumento (renta fija y variable). Los componentes principales, por ejemplo, pueden ser: títulos públicos, acciones con cotización, acciones sin cotización, depósitos a plazo fijo, etc.

Se analiza la probabilidad de pérdida en el valor de las inversiones ante dificultades económicas o financieras de sus emisores. El elemento a considerar es la pérdida esperada que se debe comparar con el monto del patrimonio neto de la compañía de seguros. De tal comparación surgen tres niveles de riesgo, *Nivel 1* si el riesgo es bajo, *Nivel 2* si el riesgo es medio y *Nivel 3* si el riesgo es alto.

4.b. Calificación de riesgo de la liquidez de la cartera de inversiones

Se analiza la pérdida que podría enfrentar la compañía producto de la liquidación anticipada y apresurada de su cartera de inversiones producto de la variabilidad de sus pasivos con los asegurados (riesgo de calce). Este análisis se realiza básicamente determinando los posibles descalces entre las inversiones y los pasivos con los asegurados. La liquidez y el calce entre activos y pasivos son factores importantes que afectan la capacidad para pagar siniestros de la compañía. El indicador, a modo de síntesis, a considerar es:

$$\text{Liquidez a menos de una año} = \frac{\text{Inversiones de fácil liquidación}}{\text{Pasivos exigibles a menos de un año.}}$$

Se clasificará en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1*, de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto.

Alternativamente se analizará los cambios en la posición de disponibilidades y en el vencimiento de las inversiones contra los cambios en los vencimientos de los pasivos o su probable ocurrencia en tiempo y monto.

4.c. Calificación de la rentabilidad de la cartera de inversiones

Se analizará conjuntamente el nivel de la rentabilidad y su tendencia. Y se clasificará en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto.

Calificación de la política de inversiones

Los indicadores a considerar son los clasificados en 4.a, 4.b y 4.c. Se clasificará en 3 niveles de riesgo de acuerdo a:

- Nivel 1* Si como máximo un indicador clasifica en *Nivel 2* y ninguno en *Nivel 3*.
- Nivel 2* Si dos o más indicadores clasifican en *Nivel 2* y ninguno en *Nivel 3*.
- Nivel 3* Si un indicador o más clasifica en *Nivel 3*.

5. Política de Reaseguro

El objetivo es determinar en qué medida la política de reaseguro adoptada por la compañía, proporciona adecuada protección en relación a la naturaleza y monto de los riesgos involucrados. Se evalúa la política de retención de riesgo. En esta existe el riesgo técnico que dice que cuanto más se reasegura menos pérdidas netas se van a tener. Pero a su vez existe lo que se puede llamar riesgo "crediticio" que dice que cuanto más se reasegura más pasivos se generan con los reaseguradores. Uno compensa al otro, alcanzándose un monto de reaseguro óptimo. Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Prima Retenida/Total Prima
- * Prima Reasegurada por Contratos/Total Prima
- * Prima Reasegurada Facultativamente/Total Prima
- * Pérdidas Máximas Netas/Primas Netas de Reaseguros
- * Pérdidas Máximas Netas/Patrimonio Neto
- * Pérdidas Máximas Netas/Patrimonio Neto
- * Pérdidas Máximas Netas/Disponibilidades más Inversiones

Se considerará la Calificación internacional de los reaseguradores, según Calificadoras de nivel internacional.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que la política de reaseguro puede ser ubicada en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

6. Análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros.

Se analiza la diversificación por ramos, la composición de activos, los resultados, el *leverage*, la siniestralidad, la capitalización, la cobertura, la eficiencia, el crecimiento. Adicionalmente se requiere de una Calificación para el margen de solvencia que presenta la compañía de seguros.

PCR considera el margen de solvencia como la solvencia marginal que el asegurador debe poseer para poder hacer frente a situaciones de siniestralidad futura, que técnicamente no puedan estar totalmente previstas. En la medida que el margen de solvencia se acerque cada vez más al patrimonio se podrá establecer la necesidad de un aumento patrimonial.

a) Indicadores de diversificación por ramos

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Prima por Ramo/Primas Totales
- * Prima por Ramo/Prima Retenida Total

Por ejemplo, una diversificación adecuada en una compañía de seguros generales es aquella en la que ningún ramo representa más del 30% de la prima retenida y si el análisis se hace por póliza, ninguna póliza representa más del 5% del patrimonio neto de la compañía.

b) Composición de activos

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Créditos/Activos. Este indicador revela la gravitación de la cartera de créditos sobre el activo total. Está destinado a poner de manifiesto una excesiva política de financiamiento de las ventas, lo que contribuye a restar fluidez al activo, que en una compañía de seguros debe estar compuesto fundamentalmente por inversiones con las que se cubrirá el pago de los siniestros.
- * Inversiones/Activos. Debe ser la parte principal del activo, ya que por naturaleza una compañía de seguros realiza inversiones para cubrir los siniestros.
- * Inmuebles más Bienes Muebles de Uso más Otros/Activos. Revela el grado de inmovilización del activo.
- * Disponibilidades/Activos. Refleja la porción más líquida del activo.

c) Indicadores de Resultados

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Resultado de la Estructura Técnica/Primas y Recargos Netos
- * Resultado de la Estructura Financiera/Primas y Recargos Netos
- * Resultado de la Estructura Técnica por Ramos/Primas y Recargos Netos por Ramo
- * Resultado del Ejercicio/Primas y Recargos Netos

Se busca establecer cuánto de los resultados proviene de la operación de seguros y cuánto proviene de la operación financiera de la compañía. Otro análisis complementario que se realiza, y que resulta muy importante, es analizar la tendencia en los resultados, sus variaciones y causas y la volatilidad (medida por el coeficiente de variación) y sus causas.

Por ejemplo, un nivel de resultados técnicos comparado con las primas y recargos netos del 6% o mayor es considerado altamente aceptable, un nivel de entre 0% y 6% es promedio o estándar y un nivel por debajo de 0% está considerado como subestándar. Sin embargo el promedio no dice cuál es el riesgo en el resultado por volatilidad, que puede ser alta, o puede ser un buen resultado y además estable. Una rentabilidad elevada y constante es

importante para la capacidad de pagar siniestros y la solvencia de largo plazo.

Se analiza en la estructura técnica cuanto en la variación en el resultado técnico es debido a la variación en los siniestros y cuanto es debido a la variación de los gastos de producción y explotación, como elementos de costos, y que influencia es atribuible a variaciones en las primas y recargos netos, como elementos de beneficio (donde, por ejemplo, se refleja la competencia de precios).

También se evalúa la rentabilidad de acuerdo a los siguientes indicadores:

- * Resultado de la Estructura Técnica/Activos
- * Resultado de la Estructura Financiera/Activos
- * Resultado del Ejercicio/Activos
- * Resultado de la Estructura Técnica/Patrimonio Neto
- * Resultado de la Estructura Financiera/Patrimonio Neto
- * Resultado del Ejercicio/Patrimonio Neto

Otra medida clave de rentabilidad es el resultado por la operación de seguros comparado con el patrimonio neto más las reservas de la compañía. Esto se mide con el siguiente indicador:

- * Resultado de la Estructura Técnica/(Patrimonio Neto más Reservas)

Todos los indicadores de rentabilidad deben ser usados en conexión con los indicadores de leverage de la compañía, ya que se puede alcanzar una mayor rentabilidad con un mayor apalancamiento pero a costa de un mayor riesgo.

d) Indicadores de leverage

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Deudas/(Patrimonio Neto más Reservas)
- * Deudas/Patrimonio Neto
- * Primas y Recargos Netos/(Patrimonio Neto más Reservas)
- * Primas y Recargos Netos/Patrimonio Neto
- * Pasivos/Patrimonio Neto

El patrimonio neto más reservas es un amortiguador contra desviaciones de los resultados financieros esperados. Como puede suceder con una inesperada alta tasa de mortalidad en una compañía de seguros de vida ó una más alta tasa que la esperada de siniestros en una compañía de seguros generales o abundantes retiros de fondos en una compañía de seguros de retiro o resultados negativos en las inversiones realizadas en cualquier tipo de compañía de seguros.

Los dos primeros indicadores señalan qué relación tienen las deudas con el patrimonio neto más reservas y con el patrimonio neto. Por ejemplo, en una compañía de seguros de retiro el fondo de los asegurados puede ser retirado con un aviso de "n" días, constituyéndose en una deuda desde que es solicitado, si muchos asegurados lo hicieran, la compañía podría verse obligada a vender sus inversiones a un bajo precio para hacer frente a estos retiros. Estas pérdidas pueden afectar eventualmente su patrimonio neto.

Los siguientes dos indicadores dan una idea de la exposición del patrimonio neto y las reservas al nivel del volumen de negocios que se está realizando. Si el negocio aumenta rápidamente y más rápido que el patrimonio neto más las reservas, existe una reducción proporcional en el monto de patrimonio neto y reservas disponible para amortiguar a la compañía en situaciones difíciles.

Además se analiza las deudas por tipo de deudores y el efecto de subsidiarias y parientes (grado de necesidad de dividendos), de acuerdo a su importancia en cada compañía.

e) Indicadores de siniestralidad

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Siniestros Pendientes/Deudas
- * Siniestros y Gastos de Liquidación/Primas y Recargos Netos
- * Siniestros Netos/Primas y Recargos Netos
- * Siniestros Netos por Ramo/Total Siniestros Netos
- * Reserva de Siniestros Pendientes/Siniestros Pendientes
- * Siniestros Ocurridos y no Reportados/Deudas

Entre los indicadores se considera los siniestros pagados (siniestros y gastos de liquidación) y los siniestros pendientes (una deuda con asegurados mayormente). Además se considera la siniestralidad por ramos y el nivel de reservas para siniestros pendientes. También se considera el IBNR (Incurred But Not Reported) que en castellano significa “siniestros ocurridos y no reportados”. Se analiza el nivel de siniestralidad, su tendencia y su volatilidad.

Por ejemplo, para una compañía de primer nivel analizada, la siniestralidad total medida como siniestros netos sobre primas y recargos netos para un promedio de 3 años fue de 43.93% con la siniestralidad variando de acuerdo a los ramos entre un 19% y un 57%.

Se evalúa la política de reservas, las prácticas actuariales y de auditoría, en lo competente y cuando la compañía así lo amerite. Se analiza la política de juicios y de arreglos extrajudiciales.

f) Indicadores de capitalización

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Excedente del capital mínimo exigido por la SBS
- * Patrimonio Neto/Activos

g) Indicadores de cobertura

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * IC:

$\text{Indicador de cobertura} = \frac{(\text{Disponibilidades} + \text{Inversiones} + \text{Inmuebles})}{(\text{Deudas con asegurados} + \text{Compromisos Técnicos})}$

- * IF:

$\text{Indicador financiero} = \frac{(\text{Disponibilidades} + \text{Inversiones})}{\text{Deudas con Asegurados}}$

El IC es un indicador patrimonial que evalúa la forma en que la compañía puede hacer frente a sus deudas con los asegurados más compromisos técnicos con el producto de sus disponibilidades, inversiones e inmuebles. Por ejemplo, normalmente un valor de 100% es considerado de poco riesgo, un valor entre 100% y 90% es considerado de riesgo medio y un valor menor de 90% es considerado de riesgo alto.

El IF es un indicador patrimonial que evalúa la forma en que la compañía puede hacer frente a sus deudas con los asegurados con sus activos más líquidos (disponibilidades e inversiones).

h) Indicadores de eficiencia

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Gastos de Producción y Explotación (Técnica)/Primas y Recargos Netos
- * Gastos de Producción y Explotación Totales/Primas y Recargos Netos más Rentas

El primer indicador de eficiencia evalúa cuales son los gastos que se incurre para obtener un determinado primaje. Por ejemplo, se considera como bajo riesgo un nivel menor al 50%, nivel medio de riesgo entre 50% y 65%, y nivel alto de riesgo un valor mayor a 65%. El segundo indicador de eficiencia evalúa los gastos totales para obtener un determinado primaje y rentas.

i) Indicadores de crecimiento

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Crecimiento en Patrimonio Neto más Reservas/Crecimiento en Deudas
- * Crecimiento en Patrimonio Neto/Crecimiento en Deudas

Un cociente de 1 significa que el denominador crece igual al numerador. Un cociente inferior a 1 indica que se da un mayor crecimiento relativo de las deudas por lo que resulta en un grado mayor de riesgo, debido a un mayor apalancamiento.

j) Calificación de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que el análisis cuantitativo puede ser ubicado en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de bajo riesgo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

7. Sensibilidad frente al entorno macroeconómico, situación de la industria y perspectivas

En el análisis de sensibilidad hay que tener en cuenta las diferentes bases económicas de los distintos tipos de compañías de seguros. Las compañías de seguros generales, según su diversificación por ramo, están más o menos expuestas a las fluctuaciones económicas de corto plazo, en tanto que las compañías de seguro de vida y de retiro están más expuestas a fluctuaciones económicas de largo plazo (factores demográficos como mortalidad, composición por edades de la población, etc.). Sin embargo una compañía de seguros de retiro está expuesta a retiro de fondos por cambios en la tasa de interés del mercado, factor de corto plazo y debe mantener su liquidez frente a situaciones críticas, como lo deben hacer todas las compañías de seguros.

Esta parte del análisis tiene por objeto determinar el impacto que sobre el riesgo de pago de siniestros podría tener la eventual ocurrencia de eventos desfavorables para la compañía, ya sea económicos o de la industria. Las variables relevantes sobre las

cuales se efectúa la evaluación son aquellas que la Calificadora determine en virtud de los resultados obtenidos. Entre las variables que podrían ser consideradas, y sin que este detalle resulte restrictivo se puede citar las siguientes:

- * Perspectivas de las principales variables económicas y demográficas
- * Efecto de un cambio permanente en la tasa de interés relevante.
- * Pérdida por liquidación anticipada de las inversiones
- * Crecimiento en la competencia en la industria
- * Aumento de siniestralidad
- * Baja de primas
- * Baja de volúmenes
- * Aumento en principales costos
- * Concentración y especialización en la industria

Cada una de las variables incluidas en este análisis deberá tomar dos valores, distinguiéndose uno de otro por su probabilidad de su ocurrencia, y en el caso de eventos que producen efectos contrarios, se considerará las variables que sean más críticas. Estas se agrupan como sigue:

- * *Escenario N°1*: Conjunto de eventos desfavorables con mayor probabilidad de ocurrencia.
- * *Escenario N°2*: Conjunto de eventos desfavorables con menor probabilidad de ocurrencia.

Con el conjunto de variables o eventos determinado para cada escenario, se evalúa en forma conjunta la potencialidad que tienen para afectar el riesgo en el pago de siniestros de la compañía.

Del análisis conjunto realizado se concluirá que el análisis de sensibilidad puede ser ubicado en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1: Del análisis conjunto desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2: Del análisis conjunto se desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3: Del análisis conjunto se desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Calificación final

A los efectos de la Calificación final, si cualquiera de los indicadores enumerados de 1) a 7) clasificó en *Nivel 1* se le asigna 1 punto, si clasificó en *Nivel 2* se le asigna 2 puntos y si clasificó en *Nivel 3* se le asigna 3 puntos. La suma total de puntos máxima posible es 21 y la mínima suma total posible es 7 puntos. La categoría final de Calificación, se establecerá en general, de acuerdo al siguiente procedimiento:

Categoría de Calificación	Sumatoria del Puntaje
AAA	7
AA	8
A	9-10
BBB	11-12
BB	13-14
B	15-17
CCC	18-21

Manual de Calificación de Riesgo

Si a juicio de la Calificadora, correspondiera hacer alguna excepción, se dejará expresa constancia del mismo y su fundamentación, en los dictámenes correspondientes.

Procedimientos de Calificación de riesgo de obligaciones de compañías de seguros de vida

Definición

Se entenderá por obligaciones de compañías de seguros aquellas que se deriven de todo contrato de seguros, vigente a la fecha de Calificación, y por los cuales las compañías de seguros tradicionales tengan obligación de constituir reservas técnicas. Contempla además aquellos contratos de seguros que, habiendo expirado su vigencia, representan eventuales obligaciones futuras para la compañía, de acuerdo a los términos pactados en ellos.

Las Calificaciones asignadas a la capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros son una evaluación de la capacidad del asegurador para honrar sus actuales y futuras obligaciones con los tenedores de la pólizas. Las Calificaciones de la capacidad de pago son el punto central de la fortaleza financiera y la viabilidad a largo plazo de los aseguradores. PCR considera que la capacidad de pago de siniestros permite observar si los activos y flujos de caja de los aseguradores pueden exceder las obligaciones asumidas que implique constitución de reservas técnicas.

En realidad, esta probabilidad de incumplimiento no puede ser calculada en base a un solo ratio. La evaluación de la compañía se realiza a través de un análisis de la solvencia a largo plazo. Esta solvencia a largo plazo incorpora, entre otros, un análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros; así como la evaluación de la política de inversiones. Estos dos aspectos considerados en la determinación de la solvencia a largo plazo son los que incorporarán las particularidades a tener en cuenta según sea el tipo de compañía de seguros analizada (seguros generales y/o seguros de vida).

Objetivo de la Calificación

El objetivo de la Calificación es medir la capacidad de pago que tiene la compañía para cumplir con las obligaciones pendientes y futuras con sus asegurados, considerando para ello cambios predecibles en la compañía, en la industria a que pertenece o en la economía. Las categorías de Calificación de las compañías de seguros están basadas en su capacidad de pago de siniestros.

Procedimientos generales de Calificación

Dentro de los procedimientos normales de Calificación se estudiará la capacidad de pago esperada de la compañía. La capacidad de pago esperada se clasificará en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo, y se analizará tres elementos: la capacidad de pago básica corregida, la posición relativa de la compañía en la industria y las características de la administración y propiedad.

- i) Capacidad de pago básica corregida
 - Se clasifica en cuatro niveles (de menor a mayor riesgo)
 - * Capacidad de pago básica
 - * Coberturas proyectadas
 - * Indicadores adicionales
- i.1) Capacidad de pago básica: se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo y resulta del análisis de los siguientes factores:
 - a) Índice de cobertura histórica
 - b) Evaluación de la cartera del producto
 - (1) Diversificación
 - (2) Siniestralidad y suficiencia de reservas

- (a) Comportamiento de la siniestralidad global
 - (b) Comportamiento de la siniestralidad por ramo
 - (c) Diferencia entre costos de siniestros estimados y costos de siniestros incurridos
- (3) Resultado técnico
 - (4) Procedimientos de selección de asegurados
- c) Evaluación de la cartera de inversiones
 - (1) Estimación del riesgo de no pago de la cartera de inversiones
 - (2) Liquidez inmediata de los activos mantenidos en la cartera de inversiones
 - (3) Rentabilidad promedio obtenida por la cartera de inversiones
 - d) Evaluación del programa y procedimiento de reaseguro
- i.2) Índice de coberturas proyectadas. Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo.
- i.3) Indicadores adicionales de la situación financiera de la compañía. Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo. Estos indicadores comprenderán:
- * Indicadores de capacidad de generación de utilidades y de la rentabilidad de la compañía
 - * Indicadores de capacidad de pago y endeudamiento
 - * Otros factores de riesgo de la compañía
- ii) Posición relativa de la compañía en la industria
Se clasifica en cuatro niveles, de menor a mayor riesgo. Se analizará aspectos como:
- a) Capacidad de introducción de nuevos productos y explotación de nuevos mercados
 - b) Eficiencia en la generación de servicios
 - c) Existencia de mercados cautivos
 - d) Participación de mercado por rubro
 - e) Riesgo por modificaciones legales
- iii) Características de la administración y propiedad
- * Grupo 1 Indicadores de Administración
 - * Grupo 2 Indicadores de Propiedad

Calificación final de las obligaciones de compañías de seguros

Corresponderá a la combinación de la Calificación asignada a la capacidad de pago esperada y la Calificación otorgada a dicha capacidad luego de realizado el análisis de sensibilidad.

El análisis de sensibilidad tendrá por objeto someter los elementos básicos que distinguen a una compañía de seguros a eventos desfavorables independientes entre sí. Esta sensibilidad se realizará tomando en cuenta los factores de riesgo que se considere fundamentales.

Calificación en nivel de incumplimiento

Podrá clasificarse en nivel de incumplimiento cuando:

- * La compañía se niega a proporcionar toda la información necesaria a juicio del clasificador, para su Calificación.
- * Los dictámenes de los auditores de los estados contables tengan abstención de opinión u opinión adversa, cuyas causas subsistan a la fecha de la Calificación.

- * La información presentada por la compañía a la Calificadora contiene antecedentes no fidedignos o no íntegros, que pueden conducir a error respecto de una Calificación.
- * La compañía presenta déficit en las relaciones técnicas requeridas por el regulador competente.
- * La información contenida en los estados contables y financieros no permite reflejar, razonablemente, la situación financiera de la compañía. En especial, cuando dicha compañía ha experimentado cambios significativos en su giro o se ha producido circunstancias que, habiendo afectado la capacidad de pago de sus siniestros, es probable que no se repitan, y sus estados financieros no puedan uniformarse para aislar los efectos correspondientes.

En aquellos casos en que la compañía haya sido constituida en forma reciente, y que por ende se carezca de información histórica representativa respecto a la misma, la Calificadora juzgará si cuenta con elementos que pudieran sustituir esa falencia en forma convincente.

Para aquellas compañías que presentan menos de tres años de información suficiente, por tener una presencia inferior a dicho período en el mercado, a la categoría de Calificación se le agregará la letra “n” (por nueva).

Procedimiento final

En el *procedimiento final* se evalúa la capacidad de pago de siniestros realizando una evaluación de la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros. La solvencia de largo plazo se clasifica en distintos grados de manera de obtener las distintas categorías de Calificación enumeradas en este manual mediante el análisis conjunto de los siguientes indicadores:

1. Características de la propiedad
2. Características de la administración y capacidad de la gerencia
3. Posición competitiva de la compañía en la industria
4. Política de inversiones (calidad de activos)
5. Política de Reaseguro
6. Análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros (diversificación por ramos, composición de activos, resultados, leverage, siniestralidad, capitalización, cobertura, eficiencia, crecimiento)
7. Sensibilidad frente al entorno macroeconómico, situación de la industria y perspectivas

En todos los aspectos a considerar se podrá analizar, en lo pertinente y donde queda indicado, la situación pasada, la situación actual, la situación futura determinada por las tendencias, la variabilidad en ellas y los puntos de inflexión, si así correspondiera en cada caso. Además, se podrán realizar comparaciones, en lo pertinente y posible, con los valores prevalecientes en el mercado, si así correspondiera en cada caso.

El proceso enfatiza el análisis de la capacidad futura de pago de los siniestros de la compañía de seguros. Para ello se analiza la solvencia de largo plazo y como consecuencia la Calificadora se formará una opinión sobre la habilidad de la compañía para mantener adecuada liquidez en condiciones críticas. La fuente principal para el análisis de los aspectos cuantitativos son los balances de las compañías de seguros.

Entre los aspectos cualitativos algunos de los más importantes son las bases económicas fundamentales de las principales líneas de seguros de la compañía, la posición competitiva de la compañía, la capacidad de la administración y de la propiedad, relaciones con compañías afiliadas o Casa Matriz que puedan darle un

mayor factor de protección a la compañía, y el manejo de activos y pasivos de la compañía en general, que está implícito en el análisis y que permite a la Calificadora a lo largo de este formarse una opinión al respecto, siendo un elemento adicional y complementario al desarrollado explícitamente en el manual.

Evaluación de la solvencia de largo plazo

Corresponde al análisis conjunto de los siguientes indicadores:

1. Características de la Propiedad

Se analiza las características de los propietarios y como éstas podrían afectar el riesgo en el pago de siniestros de la compañía. Se analizará quienes son los propietarios y que confianza inspiran en la industria, la dispersión de la propiedad, las características financieras de los principales accionistas, visión del negocio, objetivos y políticas, la influencia de los propietarios en la gestión de la empresa, las transacciones con personas relacionadas, los intereses de los principales dueños en relación a la compañía y la evolución del grupo empresarial al que pertenece, e importancia relativa de ésta para el grupo.

Se analiza también la capacidad de generar nuevos negocios y de desarrollar la compañía, en especial con nuevos productos en mercados cambiantes. Se analizará la política de dividendos (si se trata de una sociedad anónima) y la capacidad de manejo y de establecer y hacer cumplir las políticas empresariales por parte de los dueños, así como la relación con empresas vinculadas. Se tendrá especialmente en cuenta si la compañía depende como sucursal controlada de otra empresa, nacional o extranjera, que pueda ser un factor de protección ante circunstancias adversas para la solvencia de la compañía o ser un factor generador de riesgo adicional.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que las características de la propiedad pueden ser ubicadas en 3 niveles de riesgo, a saber *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un bajo riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un riesgo medio para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la propiedad son tales que representan un alto riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

2. Características de la administración y capacidad de la gerencia

Se analizará las características de la administración y la capacidad de la gerencia. Las variables a considerar incluyen la preparación profesional de los administradores o gerentes para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la capacidad para identificar las probables fluctuaciones en las bases económicas fundamentales de las principales líneas de seguros de la compañía; y la capacidad para analizar y proponer modificaciones en la posición competitiva de la compañía.

Las otras variables a analizar son la estructura organizacional, el sistema de administración y planificación, informatización, sistema de control, capacidad de adaptación al cambio, capacidad de generación de nuevos negocios y de hacer crecer los existentes, antecedentes de la plana ejecutiva y directorio, su rotación y antigüedad en la industria y en la compañía, salarios, experiencia, compromiso con

la empresa y la industria, cursos y estudios realizados referentes a la industria, políticas de personal, cuadros técnicos, profundidad de los cuadros gerenciales y técnicos, centro de poderes y conflictos internos, el sistema de operación utilizado por la compañía y la armonía en las decisiones con los propietarios.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que las características de la administración y capacidad de la gerencia pueden ser ubicadas en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un bajo riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un riesgo medio para el pago de siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que las características de la administración y capacidad de la gerencia son tales que representan un alto riesgo para el pago de siniestros de la compañía.

3. Posición competitiva de la compañía en la industria

La posición competitiva de una compañía de seguros en la industria es afectada por un número importante de factores. Algunos como las características de la propiedad y de la administración ya han sido considerados y analizados por separado y en detalle por su importancia, por lo que no serán incluidos en este acápite. Para analizar la posición competitiva de la compañía en la industria se evaluará las siguientes variables:

- a) Las perspectivas de los diferentes ramos de seguros. Se analizará la tendencia proyectada en el tiempo del primaje a alcanzar en los diferentes ramos.
- b) La participación de mercado de la compañía por ramos de seguros. Se analizará la distribución de la producción entre ramos y se establecerá una comparación con el resto del mercado asegurador.
- c) El impacto de las regulaciones estatales. Se analizará como las modificaciones en las regulaciones pueden tener un impacto benéfico o perjudicial, diferencial para unas u otras compañías de seguros.
- d) La capacidad relativa de la compañía en la introducción de nuevos productos y en el desarrollo y explotación de nuevos mercados (estrategias y capacidad de llevarlas a cabo). Se analizará la experiencia y potencialidad de la compañía en relación al desarrollo de su cartera de productos.
- e) La calidad de la información que maneja la compañía de seguros. Se analizará la calidad de la información que maneja la compañía.
- f) Existencia de mercados “cautivos” y el grado de dependencia de la compañía respecto a ellos. Se analizará la existencia de tales mercados y la magnitud de sus efectos sobre la compañía.

Los indicadores enumerados se clasificarán en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto. A los efectos de la Calificación de la posición competitiva de la compañía en la industria, si cualquiera de los indicadores calificó en *Nivel 1* se le asigna 1 punto, si calificó en *Nivel 2* se le asigna 2 puntos y si calificó en *Nivel 3* se le asigna 3 puntos. La suma total de puntos máxima posible para los 6 indicadores es 18 y la mínima suma total posible es 6 puntos. Se clasifica a la posición competitiva de la compañía en la industria en 3 niveles de riesgo, a saber: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3*

de riesgo alto, de acuerdo a los puntos obtenidos en la suma total según la siguiente tabla de Calificación:

- Nivel 1* Suma total menor o igual a 9.
- Nivel 2* Suma total mayor o igual a 10 pero menor o igual a 13.
- Nivel 3* Suma total mayor a 13.

3.a Calificación de las perspectivas de los diferentes ramos de seguros

Para las compañías de vida y de retiro, el análisis de las perspectivas de los diferentes ramos de seguro será hecho en la medida que sus operaciones en distintos ramos así lo justifiquen.

Por ejemplo, para una compañía de seguros de vida del total de primas emitidas el 5.6% correspondían a accidentes personales, el 0.1% a vida Individual, el 49,4% a vida colectivo y el 44.9% a vida ley. En ese caso se considerará en un primer lugar las perspectivas de vida colectivo y de vida ley en cuanto hacen al negocio actual de la compañía de seguros y se considerará los otros ramos en cuanto a sus perspectivas y potencialidad en la evolución de la compañía de seguros.

El indicador a clasificar corresponde al análisis de la tendencia proyectada en el tiempo del primaje a alcanzar, según las perspectivas, en los diferentes ramos. Para su evaluación se considerará el análisis conjunto de la evolución de las tendencias en el futuro ponderadas por su peso relativo, para llegar a una tendencia única para toda la compañía que refleje las perspectivas de los diferentes ramos de seguro. Se clasificará de acuerdo a:

- Nivel 1* Si la tendencia es positiva.
- Nivel 2* Si la tendencia es neutra.
- Nivel 3* Si la tendencia es negativa.

3.b Calificación de la participación de mercado de la compañía por ramos de seguros

La posición competitiva de una compañía está determinada en parte por la participación de mercado que ha alcanzado en los distintos ramos de seguros en los cuales compete y en la distribución de su producción entre ramos y como esto compara con el resto del mercado asegurador.

A efectos de clasificar el indicador bajo análisis se estudia la evolución que la participación de mercado de los distintos ramos haya experimentado y su evolución futura. Se clasificará de acuerdo a:

- Nivel 1* La compañía mantiene o incrementa su participación en el 50% o más de los ramos principales en que participa, adicionalmente mantiene o incrementa su participación total.
- Nivel 2* La participación de la compañía en los diferentes ramos y como un todo fluctúa en porcentajes no significativos.
- Nivel 3* La compañía pierde significativamente su participación en más del 50% de los rubros principales en que participa y adicionalmente en el mercado como un todo.

3.c Calificación del impacto de las regulaciones estatales

Las numerosas regulaciones estatales, su modificación, eliminación de regulaciones, reemplazo de unas por otras tienen un indudable efecto benéfico o perjudicial, diferencial para unas u otras compañías de seguros.

Por ejemplo, la creación del sistema de jubilación privada en el Perú establece que las AFP deben contratar un seguro colectivo de invalidez y fallecimiento para sus

afiliados y tal seguro sólo podrá ser suscrito por compañías de seguros de vida. Estas compañías deben ser autorizadas en forma expresa por el regulador competente. Esto ha sido un fuerte impulso para las compañías de seguros de vida. El ramo vida ley es uno muy importante para estas compañías. Estas regulaciones estatales y otras tienen importantes efectos sobre la actividad de las compañías de seguros. Se clasificará de acuerdo a:

Nivel 1 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo bajo respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

Nivel 2 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo medio respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

Nivel 3 El impacto de las regulaciones estatales y sus modificaciones previsibles presentan un nivel de riesgo alto respecto a la solvencia de largo plazo de la compañía de seguros.

3.d Calificación de la capacidad relativa de la compañía en la introducción de nuevos productos y en el desarrollo y explotación de nuevos mercados

Teniendo en consideración la estrategia de la compañía, se analizará la experiencia y potencialidad de la compañía en relación al desarrollo de su cartera de productos y respecto al crecimiento y estabilidad de nuevos mercados que pudiera haber desarrollado, se encuentre desarrollando o planifique desarrollar. Se clasifica de acuerdo a:

Nivel 1 La compañía es líder en la introducción, desarrollo y explotación de nuevos mercados o tiene la potencialidad para realizarlo.

Nivel 2 La compañía mantiene su posición de mercado y se adapta a los cambios que el mercado experimenta, tiene limitada potencialidad de desarrollo.

Nivel 3 La compañía pierde posición de mercado y demuestra incapacidad para implementar nuevos servicios de seguros.

3.e Calificación de la calidad de la información que maneja la compañía de seguros

Adecuadas y oportunas decisiones se basan en la calidad y en la oportunidad de la información que maneja la compañía de seguros. La calidad de la información es un elemento diferencial en la posición competitiva de la compañía de seguros. La Calificadora evaluará la calidad de la información en comparación con distintas compañías y fuentes. Se clasificará de acuerdo a:

Nivel 1 La calidad de la información es superior al promedio.

Nivel 2 La calidad de la información es promedio, común, estándar.

Nivel 3 La calidad de la información está por debajo del promedio.

3.f. Calificación de la existencia de mercados “cautivos” y el grado de dependencia de la compañía respecto a ellos

Se analiza la existencia de éstos, ya sea por causa de convenios, contratos o de competencia limitada, u otras razones, estimándose la magnitud de los efectos sobre la compañía de una eventual desaparición de las causas que explican tales situaciones.

En el caso de compañías de seguro de vida y de retiro se analiza la naturaleza de la relación entre AFP y compañías de seguros de vida y de retiro, en cuanto a la existencia o no de convenios, contratos, acuerdos o prácticas que de alguna

manera puedan eventualmente generar algún tipo de competencia limitada. Se clasificará de acuerdo a:

Nivel 1 La compañía no depende de mercados “cautivos”.

Nivel 2 La compañía tiene algún grado de dependencia de mercados “cautivos” pero podría prescindir de estos sin comprometer la solvencia de largo plazo.

Nivel 3 La solvencia de largo plazo de la compañía depende básicamente del mantenimiento de sus mercados “cautivos”, la pérdida de estos implicaría una seria crisis.

4. Política de inversiones (calidad de activos)

La composición del activo de una compañía de seguros está formada por disponibilidades, inversiones, créditos, inmuebles, bienes muebles y otros. Todos estos rubros pueden ser analizados por su calidad. Sin embargo, por su importancia relativa en el activo y sus características, para la determinación de la calidad de activos interesa particularmente el análisis de inversiones.

Se propone determinar en qué medida la diversificación (renta fija y variable), el riesgo de cada componente de la cartera de inversiones, la liquidez y rentabilidad de la cartera de inversiones de la compañía, son adecuados en relación al monto y naturaleza de las obligaciones de la compañía de seguros. Los componentes de este análisis son:

- a) Riesgo de cada componente principal de la cartera de inversiones
- b) Liquidez de la cartera de inversiones
- c) Rentabilidad de la cartera de inversiones

En seguros de vida los riesgos asegurados implican contratos a largo plazo. De esto se deduce que las inversiones que respaldan tales seguros deben ser de mayor duración. Las compañías de seguros deben constituir reservas técnicas para hacer frente a obligaciones futuras. La determinación de las distintas reservas técnicas es establecida por el regulador competente.

En lo que respecta a las reservas matemáticas, PCR analiza la suficiencia en la medida que se logre un equilibrio futuro entre primas y riesgos; ya que en el seguro de vida la prima anual es constante, mientras que el riesgo va paulatinamente agravándose al aumentar la edad del asegurado. Asimismo, se analiza la cobertura de las reservas matemáticas con activos de largo plazo teniendo en cuenta el posible descalce que se puede presentar debido a que no existen los instrumentos de inversión necesarios para cubrir las responsabilidades de largo plazo asumidas.

4.a Calificación de riesgo de cada componente principal de la cartera de inversiones

Este análisis al hacerse por cada componente principal soslaya el análisis de la diversificación de cartera por grupo de instrumento (renta fija y variable). Los componentes principales, por ejemplo, pueden ser: títulos públicos, acciones con cotización, acciones sin cotización, depósitos a plazo fijo, etc.

Se analiza la probabilidad de pérdida en el valor de las inversiones ante dificultades económicas o financieras de sus emisores. El elemento a considerar es la pérdida esperada que se debe comparar con el monto del patrimonio neto de la compañía de seguros. De tal comparación surgen tres niveles de riesgo: *Nivel 1* si el riesgo es bajo, *Nivel 2* si el riesgo es medio y *Nivel 3* si el riesgo es alto.

4.b. Calificación de riesgo de la liquidez de la cartera de inversiones

Se analiza la pérdida que podría enfrentar la compañía producto de la liquidación anticipada y apresurada de su cartera de inversiones producto de la variabilidad de sus pasivos con los asegurados (riesgo de calce). Este análisis se realiza básicamente determinando los posibles descalces entre las inversiones y los pasivos con los asegurados. La liquidez y el calce entre activos y pasivos son factores importantes que afectan la capacidad para pagar siniestros de la compañía.

El indicador, a modo de síntesis, a considerar es:

$$\text{Liquidez a menos de un año} = \frac{\text{Inversiones de fácil liquidación}}{\text{Pasivos exigibles a menos de un año.}}$$

Se clasificará en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1*, de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto.

Alternativamente se analiza los cambios en la posición de disponibilidades y en el vencimiento de las inversiones contra los cambios en los vencimientos de los pasivos o su probable ocurrencia en tiempo y monto.

4.c. Calificación de la rentabilidad de la cartera de inversiones

Se analiza conjuntamente el nivel de la rentabilidad y su tendencia. Y se clasificará en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto.

Calificación de la política de inversiones

Los indicadores a considerar son los clasificados en 4.a, 4.b y 4.c. Se clasificará en 3 niveles de riesgo de acuerdo a:

- | | |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Nivel 1</i> | Si como máximo un indicador clasifica en <i>Nivel 2</i> y ninguno en <i>Nivel 3</i> . |
| <i>Nivel 2</i> | Si dos o más indicadores clasifican en <i>Nivel 2</i> y ninguno en <i>Nivel 3</i> . |
| <i>Nivel 3</i> | Si un indicador o más clasifica en <i>Nivel 3</i> . |

5. Política de Reaseguro

El objetivo es determinar en qué medida la política de reaseguro adoptada por la compañía, proporciona adecuada protección en relación a la naturaleza y monto de los riesgos involucrados. Se evalúa la política de retención de riesgo. En esta existe el riesgo técnico que dice que cuanto más se reasegura menos pérdidas netas se van a tener. Pero a su vez existe lo que se puede llamar riesgo "crediticio" que dice que cuanto más se reasegura más pasivos se genera con los reaseguradores. Uno compensa al otro, alcanzándose un monto de reaseguro óptimo. Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Prima Retenida/Total Prima
- * Prima Reasegurada por Contratos/Total Prima
- * Prima Reasegurada Facultativamente/Total Prima
- * Pérdidas Máximas Netas/Primas Netas de Reaseguros
- * Pérdidas Máximas Netas/Patrimonio Neto
- * Pérdidas Máximas Netas/Patrimonio Neto
- * Pérdidas Máximas Netas/Disponibilidades más Inversiones

Se considerará la Calificación internacional de los reaseguradores, según Fitch, Moody's, Standard and Poor's ó Best.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que la política de reaseguro puede ser ubicada en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que la política de reaseguro es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

6. Análisis cuantitativo de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros.

Se analizará lo siguiente: diversificación por ramos, composición de activos, resultados, leverage, siniestralidad, capitalización, cobertura, eficiencia, crecimiento. Adicionalmente se requiere de una Calificación para el margen de solvencia que presenta la compañía de seguros.

PCR considera el margen de solvencia como la solvencia marginal que el asegurador debe poseer para poder hacer frente a situaciones de siniestralidad futura, que técnicamente no puedan estar totalmente previstas. En la medida que el margen de solvencia se acerque cada vez más al patrimonio se podrá establecer la necesidad de un aumento patrimonial.

a) Indicadores de diversificación por ramos

Se evaluará los siguientes indicadores:

- * Prima por Ramo/Primas Totales
- * Prima por Ramo/Prima Retenida Total

b) Composición de activos

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Créditos/Activos. Este indicador revela la gravitación de la cartera de créditos sobre el activo total. Está destinado a poner de manifiesto una excesiva política de financiamiento de las ventas, lo que contribuye a restar fluidez al activo, que en una compañía de seguros debe estar compuesto fundamentalmente por inversiones con las que se cubrirá el pago de los siniestros.
- * Inversiones/Activos. Debe ser la parte principal del activo, ya que por naturaleza una compañía de seguros realiza inversiones para cubrir los siniestros.
- * Inmuebles más Bienes Muebles de Uso más Otros/Activos. Revela el grado de inmovilización del activo.
- * Disponibilidades/Activos. Refleja la porción más líquida del activo.

c) Indicadores de Resultados

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Resultado de la Estructura Técnica/Primas y Recargos Netos
- * Resultado de la Estructura Financiera/Primas y Recargos Netos
- * Resultado de la Estructura Técnica por Ramos/Primas y Recargos Netos por Ramo
- * Resultado del Ejercicio/Primas y recargos netos

Se busca establecer cuánto de los resultados proviene de la operación de seguros y cuánto proviene de la operación financiera de la compañía. Otro análisis complementario que se realiza, y que resulta muy importante, es analizar la tendencia en los resultados, sus variaciones y causas y la volatilidad (medida por el coeficiente de variación) y sus causas.

Por ejemplo, un nivel de resultados técnicos comparado con las primas y recargos netos del 6% o mayor es considerado altamente aceptable, un nivel de entre 0% y 6% es promedio o estándar y un nivel por debajo de 0% está considerado como subestándar. Sin embargo el promedio no dice cuál es el riesgo en el resultado por volatilidad, que puede ser alta, o puede ser un buen resultado y además estable. Una rentabilidad elevada y constante es importante para la capacidad de pagar siniestros y la solvencia de largo plazo.

Se analiza en la estructura técnica cuanto en la variación en el resultado técnico es debido a la variación en los siniestros y cuanto es debido a la variación de los gastos de producción y explotación, como elementos de costos, y que influencia es atribuible a variaciones en las primas y recargos netos, como elementos de beneficio (donde, por ejemplo, se refleja la competencia de precios).

También se evalúa la rentabilidad de acuerdo a los siguientes indicadores:

- * Resultado de la Estructura Técnica/Activos
- * Resultado de la Estructura Financiera/Activos
- * Resultado del Ejercicio/Activos
- * Resultado de la Estructura Técnica/Patrimonio Neto
- * Resultado de la Estructura Financiera/Patrimonio Neto
- * Resultado del Ejercicio/Patrimonio Neto

Otra medida clave de rentabilidad es el resultado por la operación de seguros comparado con el patrimonio neto más las reservas de la compañía. Esto se mide con el siguiente indicador:

- * Resultado de la Estructura Técnica/(Patrimonio Neto más Reservas)

Todos los indicadores de rentabilidad deben ser usados en conexión con los indicadores de leverage de la compañía, ya que se puede alcanzar una mayor rentabilidad con un mayor apalancamiento pero a costa de un mayor riesgo.

d) Indicadores de leverage

Se analiza los siguientes indicadores:

- * Deudas/(Patrimonio Neto más Reservas)
- * Deudas/Patrimonio Neto
- * Primas y Recargos Netos/(Patrimonio Neto más Reservas)
- * Primas y Recargos Netos/Patrimonio Neto
- * Pasivos/Patrimonio Neto

El patrimonio neto más reservas es un amortiguador contra desviaciones de los resultados financieros esperados. Como puede suceder con una inesperada alta tasa de mortalidad en una compañía de seguros de vida ó una más alta tasa que la esperada de siniestros en una compañía de seguros generales o abundantes retiros de fondos en una compañía de seguros de retiro o resultados negativos en las inversiones realizadas en cualquier tipo de compañía de seguros.

Los dos primeros indicadores señalan qué relación tienen las deudas con el patrimonio neto más reservas y con el patrimonio neto. Por ejemplo, en una

compañía de seguros de retiro el fondo de los asegurados puede ser retirado con un aviso de “n” días, constituyéndose en una deuda desde que es solicitado, si muchos asegurados lo hicieran, la compañía podría verse obligada a vender sus inversiones a un bajo precio para hacer frente a estos retiros. Estas pérdidas pueden afectar eventualmente su patrimonio neto.

Los siguientes dos indicadores dan una idea de la exposición del patrimonio neto y las reservas al nivel del volumen de negocios que se están realizando. Si el negocio aumenta rápidamente y más rápido que el patrimonio neto más las reservas, existe una reducción proporcional en el monto de patrimonio neto y reservas disponible para amortiguar a la compañía en situaciones difíciles.

Además se analiza las deudas por tipo de deudores y el efecto de subsidiarias y parientes (grado de necesidad de dividendos), de acuerdo a su importancia en cada compañía.

e) Indicadores de siniestralidad

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Siniestros Pendientes/Deudas
- * Siniestros y Gastos de Liquidación/Primas y Recargos Netos
- * Siniestros Netos/Primas y Recargos Netos
- * Siniestros Netos por Ramo/Total Siniestros Netos
- * Reserva de Siniestros Pendientes/Siniestros Pendientes
- * Siniestros Ocurridos y no Reportados/Deudas

Entre los indicadores se considera los siniestros pagados (siniestros y gastos de liquidación) y los siniestros pendientes (una deuda con asegurados mayormente). Además se considera la siniestralidad por ramos y el nivel de reservas para siniestros pendientes. También se considera el IBNR (Incurred But Not Reported) que en castellano significa “siniestros ocurridos y no reportados”. Se analiza el nivel de siniestralidad, su tendencia y su volatilidad.

Por ejemplo, para una compañía de primer nivel analizada, la siniestralidad total medida como siniestros netos sobre primas y recargos netos para un promedio de 3 años fue de 43.93% con la siniestralidad variando de acuerdo a los ramos entre un 19% y un 57%.

Se evalúa la política de reservas, las prácticas actuariales y de auditoría, en lo competente y cuando la compañía así lo amerite. Se analiza la política de juicios y de arreglos extrajudiciales.

f) Indicadores de capitalización

Se evaluará los siguientes indicadores:

- * Excedente del capital mínimo exigido por la SBS
- * Patrimonio Neto/Activos

g) Indicadores de cobertura

Se evaluará los siguientes indicadores:

- * IC:

$\text{Indicador de cobertura} = \frac{(\text{Disponibilidades} + \text{Inversiones} + \text{Inmuebles}) / (\text{Deudas con asegurados} + \text{Compromisos Técnicos})$

- * IF:

$\text{Indicador financiero} = \frac{(\text{Disponibilidades} + \text{Inversiones}) / \text{Deudas con Asegurados}}$

El IC es un indicador patrimonial que evalúa la forma en que la compañía puede hacer frente a sus deudas con los asegurados más compromisos técnicos con el producto de sus disponibilidades, inversiones e inmuebles. Por ejemplo, normalmente un valor de 100% es considerado de poco riesgo, un valor entre 100% y 90% es considerado de riesgo medio y un valor menor de 90% es considerado de riesgo alto.

El IF es un indicador patrimonial que evalúa la forma en que la compañía puede hacer frente a sus deudas con los asegurados con sus activos más líquidos (disponibilidades e inversiones).

h) Indicadores de eficiencia

Se evalúa los siguientes indicadores:

- * Gastos de Producción y Explotación (Estructura Técnica)/Primas y Recargos Netos
- * Gastos de Producción y Explotación Totales/Primas y Recargos Netos más Rentas

El primer indicador de eficiencia evalúa cuales son los gastos que se incurre para obtener un determinado primaje. Por ejemplo, se considera como bajo riesgo un nivel menor al 50%, nivel medio de riesgo entre 50% y 65%, y nivel alto de riesgo un valor mayor a 65%. El segundo indicador de eficiencia evalúa los gastos totales para obtener un determinado primaje y rentas.

i) Indicadores de crecimiento

Se evaluarán los siguientes indicadores:

- * Crecimiento en Patrimonio Neto más Reservas/Crecimiento en Deudas
- * Crecimiento en Patrimonio Neto/Crecimiento en Deudas

Un cociente de 1 significa que el denominador crece igual al numerador. Un cociente inferior a 1 indica que se da un mayor crecimiento relativo de las deudas por lo que resulta en un grado mayor de riesgo, debido a un mayor apalancamiento.

j) Calificación de indicadores contables y financieros de la compañía de seguros

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que el análisis cuantitativo puede ser ubicado en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de bajo riesgo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3 Del análisis conjunto de las distintas variables se desprende que el análisis cuantitativo es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

7. Sensibilidad frente al entorno macroeconómico, situación de la industria y perspectivas

En el análisis de sensibilidad hay que tener en cuenta las diferentes bases económicas de los distintos tipos de compañías de seguros. Las compañías de seguros generales, según su diversificación por ramo, están más o menos expuestas

a las fluctuaciones económicas de corto plazo, en tanto que las compañías de seguro de vida y de retiro están más expuestas a fluctuaciones económicas de largo plazo (factores demográficos como mortalidad, composición por edades de la población, etc.). Sin embargo una compañía de seguros de retiro está expuesta a retiro de fondos por cambios en la tasa de interés del mercado, factor de corto plazo y debe mantener su liquidez frente a situaciones críticas, como lo deben hacer todas las compañías de seguros.

Esta parte del análisis tiene por objeto determinar el impacto que sobre el riesgo de pago de siniestros podría tener la eventual ocurrencia de eventos desfavorables para la compañía, ya sea económicos o de la industria. Las variables relevantes sobre las cuales se efectúa la evaluación son aquellas que la Calificadora determine en virtud de los resultados obtenidos. Entre las variables que podrían ser consideradas, y sin que este detalle resulte restrictivo, se pueden citar las siguientes:

- * Perspectivas de las principales variables económicas y demográficas
- * Efecto de un cambio permanente en la tasa de interés relevante
- * Pérdida por liquidación anticipada de las inversiones
- * Crecimiento en la competencia en la industria
- * Aumento de siniestralidad
- * Baja de primas
- * Baja de volúmenes
- * Aumento en principales costos
- * Concentración y especialización en la industria

Cada una de las variables incluidas en este análisis deberá tomar dos valores, distinguiéndose uno de otro por su probabilidad de su ocurrencia, y en el caso de eventos que producen efectos contrarios, se considera las variables que sean más críticas. Estas se agrupan como sigue:

- * *Escenario N°1:* Conjunto de eventos desfavorables con mayor probabilidad de ocurrencia.
- * *Escenario N°2:* Conjunto de eventos desfavorables con menor probabilidad de ocurrencia.

Con el conjunto de variables o eventos determinado para cada escenario, se evalúa en forma conjunta la potencialidad que tienen para afectar el riesgo en el pago de siniestros de la compañía.

Del análisis conjunto realizado se concluirá que el análisis de sensibilidad puede ser ubicado en 3 niveles de riesgo: *Nivel 1* de riesgo bajo, *Nivel 2* de riesgo medio y *Nivel 3* de riesgo alto, de acuerdo a los siguientes criterios:

Nivel 1: Del análisis conjunto se desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un bajo riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 2: Del análisis conjunto se desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un riesgo medio para el pago de los siniestros de la compañía.

Nivel 3: Del análisis conjunto se desprende que el análisis de sensibilidad es tal que representa un alto riesgo para el pago de los siniestros de la compañía.

Calificación final

A los efectos de la Calificación final, si cualquiera de los indicadores enumerados de 1) a 7) clasificó en *Nivel 1* se le asigna 1 punto, si clasificó en *Nivel 2* se le asigna 2 puntos y si clasificó en *Nivel 3* se le asigna 3 puntos. La suma total de puntos máxima posible es 21 y la mínima suma total posible es 7 puntos. La categoría final de Calificación, se establecerá en general, de acuerdo al siguiente procedimiento:

Manual de Calificación de Riesgo

Categoría de Calificación	Sumatoria del Puntaje
AAA	7
AA	8
A	9-10
BBB	11-12
BB	13-14
B	15-17
C	18-21

Si a juicio de la Calificadora, correspondiera hacer alguna excepción, se dejará expresa constancia del mismo y su sustentación en los dictámenes correspondientes.

Anexos 1⁷

Categorías de Calificación de Instituciones Financieras

AAA	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con 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 la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de riesgo son insignificantes.
AA	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece y en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.
A	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con 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 la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.
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 la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son suficientes.
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 la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de sus obligaciones. Los factores de protección varían ampliamente con las condiciones económicas y/o de adquisición de nuevas obligaciones.
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 la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de sus obligaciones. Los factores de protección varían muy ampliamente con las condiciones económicas.
C	Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de éstos. Existe un riesgo substancial de que las obligaciones contractuales no sean pagadas a tiempo.
D	Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con una capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de éstos, o requerimiento de disolución, liquidación o quiebra en curso.
E	Corresponde a aquellas entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

⁷ Las escalas propuestas están sujetas a lo que establezca el ente regulador.

Categorías intermedias: Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

Nota: cuando la empresa tenga menos de tres años de antigüedad se le colocará una letra “n” delante del rating.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Emisiones de corto plazo

Nivel Alto	1+	Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de operación y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.
	1	Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.
	1-	Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son pequeños.
Bueno	2	Emisiones con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Satisfactorio	3	La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea clasificada como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores y sujetos a variaciones.
No clasifica para inversión	4	Emisiones con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de operación están sujetos a un alto grado de variación.
Incumplimiento	5	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal.
	E	Corresponde a aquellas emisiones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Depósitos de corto plazo en entidades del sistema financiero

Nivel Alto	Categoría I	Grado más alto de calidad. Mínima probabilidad de incumplimiento en los términos pactados. Excelente capacidad de pago aún en el más desfavorable escenario económico predecible.
Bueno	Categoría II	Buena calidad. Muy baja probabilidad de incumplimiento en los términos pactados. Muy buena capacidad de pago. En el más desfavorable escenario económico el riesgo de incumplimiento es bajo.
Satisfactorio	Categoría III	Calidad promedio. Baja probabilidad de incumplimiento en los términos pactados de mantenerse el actual escenario económico. La capacidad de pago se mantiene aún en condiciones económicas y financieras más desfavorables, siendo menor en el escenario más desfavorable.
No Clasifica para Inversión	Categoría IV	Menor calidad. Existen factores que pueden afectar significativamente el cumplimiento en los términos pactados, aún en el escenario económico actual. La capacidad de pago es baja en condiciones económicas y financieras desfavorables, siendo muy baja en el escenario más desfavorable.
Incumplimiento	Categoría V	Muy baja calidad. Existe claro riesgo de incumplimiento en los términos pactados en el actual escenario económico. La capacidad de pago es muy baja en las actuales condiciones económicas y financieras. No se puede clasificar por información insuficiente.
	E	Corresponde a aquellos depósitos en entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Depósitos de mediano y largo plazo en entidades del sistema financiero

Nivel Sobresaliente	AAA	Depósitos en entidades con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Depósitos en entidades con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Depósitos en entidades con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Depósitos en entidades con factores de protección al riesgo razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Clasifica para inversión	BB	Depósitos en entidades situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar el cumplir sus obligaciones al vencimiento. La calidad de éstas puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Depósitos en entidades situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de que no puedan cumplir con sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Depósitos en entidades situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Depósitos en entidades que han incumplido el pago de intereses y/o del principal en alguna de sus obligaciones o que han incurrido en otros causales de incumplimiento.
	E	Corresponde a aquellos depósitos en entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Clasifica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Acciones comunes

Primera Clase	Nivel 1	Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más seguras, estables y menos riesgosas del mercado. Muestran una muy buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.
	Nivel 2	Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente más seguras y menos riesgosas que la mayoría de las acciones en el mercado. Muestran una buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.
	Nivel 3	Las acciones clasificadas en esta categoría presentan probablemente un nivel de riesgo similar al promedio del mercado. La combinación entre la capacidad de generación de utilidades y la liquidez del instrumento en el mercado es aceptable.
	Nivel 4	Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente más riesgosas y menos seguras que el promedio del mercado. La combinación entre la capacidad de generación de utilidades y la liquidez del instrumento en el mercado es débil.
Segunda Clase	Nivel 5	Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más riesgosas y las menos seguras.

Fondos mutuos

Nivel Sobresaliente	AAAf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son sobresalientes.</p> <p>Los Fondos agrupados en esta categoría sólo invierten en valores de alta y sobresaliente calidad crediticia y presentan una alta flexibilidad para adaptar su portafolio a las posibles condiciones cambiantes de mercado. La calidad de sus activos es consistente y poco volátil.</p>
Alto	AAf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son altos.</p> <p>En esta categoría se incluirán aquellos Fondos que se caractericen por invertir de manera consistente y mayoritariamente en valores de alta calidad crediticia. El perfil de la cartera deberá caracterizarse por mantener valores bien diversificados y con prudente liquidez.</p>
Bueno	Af	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son buenos.</p> <p>Los Fondos agrupados en este nivel poseen carteras balanceadas cuyas emisiones fluctúan entre niveles de calidad crediticia sobresalientes hasta satisfactorias, con el objeto de tratar de aprovechar oportunidades de rendimientos mayores.</p>
Satisfactorio	BBBf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son aceptables.</p> <p>Los Fondos agrupados en este nivel poseen un perfil de riesgo razonable. En condiciones de mercado desfavorables su flexibilidad financiera pudiera reducirse, ya que la porción de títulos de menor calidad crediticia usualmente resulta más afectada que la de alta calidad, lo que dificulta su operación. La volatilidad en la calidad de activos de este tipo de Fondos es alta.</p>

No Califica para inversión	BBf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son bajos.</p> <p>Los Fondos incluidos en esta categoría presentan incertidumbre de cumplir con sus objetivos de inversión. Esta calificación comprende fondos que poseen riesgos superiores a los aceptables, que requieren cambios fundamentales en sus carteras y, en general, en su política de inversión.</p>
	Bf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son mínimos.</p> <p>Los Fondos agrupados en esta categoría presentan una alta incertidumbre en el cumplimiento de sus objetivos de inversión. La cartera posee riesgos elevados de incumplimiento, pudiendo presentar una significativa concentración de títulos-valores con alto riesgo. La volatilidad de sus activos es alta.</p>
	CCCf	<p>Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son deficientes.</p> <p>La calidad administrativa de los Fondos incluidos en esta categoría es deficiente, la cartera de inversiones posee un muy elevado riesgo de incumplimiento y la volatilidad de sus activos es muy alta.</p>
Incumplimiento	E	<p>Corresponde a aquellos fondos que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.</p>

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AAf y Bf.

Es importante señalar que bajo ninguna circunstancia estas calificaciones se pueden hacer comparables a las de instrumentos de deuda.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Obligaciones de compañías de seguros

Nivel Sobresaliente	AAA	Corresponde a las compañías de seguros que presentan la más alta capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de riesgo son de muy poca consideración.
Alto	AA	Corresponde a las compañías de seguros que presentan una muy alta capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es muy moderado pero puede variar levemente en el tiempo debido a las condiciones económicas, de la industria o de la compañía.
Bueno	A	Corresponde a las compañías de seguros que presentan una alta capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de protección están en el promedio y hay expectativas de variabilidad en el riesgo a lo largo del tiempo debido a las condiciones económicas, de la industria o de la compañía.
Satisfactorio	BBB	Corresponde a las compañías de seguros que presentan una adecuada capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de protección son adecuados. Existe considerable variabilidad en el riesgo a lo largo del tiempo debido a las condiciones económicas, de la industria o de la compañía.
No Califica para inversión	BB	Corresponde a las compañías de seguros que presentan una incierta capacidad de pago de sus siniestros y poseen una calidad que las hace estar por debajo del grado aceptable para inversión. Sin embargo estas compañías posiblemente cumplan con sus obligaciones cuando les sean exigidas. Los factores de protección varían ampliamente con cambios en las condiciones económicas, de la industria o de la compañía.
	B	Corresponde a las compañías de seguros que presentan riesgo de no pago en tiempo y forma de sus siniestros. Los factores de protección varían ampliamente con cambios en las condiciones económicas, de la industria o de la compañía.
	CCC	Corresponde a las compañías de seguros que presentan un sustancial riesgo de no pago en tiempo y forma de sus siniestros.
Incumplimiento	DD	Corresponde a las compañías de seguros que están en liquidación o están próximas a entrar en liquidación.
	E	Corresponde a aquellas entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la Calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

* Las escalas locales serán identificadas añadiendo usualmente un prefijo, de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado.

Anexo 2

Información necesaria para instituciones financieras

1. Estados Financieros Auditados y Memoria Anual de los últimos cinco (5) años.
2. Estados Financieros trimestrales de los últimos tres (3) períodos.
3. Detalle de los fondos disponibles en otros bancos e instituciones financieras: tasa, monto, modalidad, plazo y vencimiento. Detalle trimestral.
4. Detalle de los fondos interbancarios vendidos y comprados: institución, fecha, monto, plazo, tasa. Detalle trimestral.
5. Informe de gestión trimestral presentado al Directorio, incluyendo anexos.
6. Detalle de colocaciones según modalidad de crédito. Detalle trimestral.
7. Detalle de las cien principales operaciones de créditos por vencer: cliente, tasa, monto, modalidad, vencimiento, garantías, provisiones, cuotas vencidas, calificación interna, Calificación banco y Calificación órgano supervisor. Detalle trimestral
8. Detalle de las cien principales operaciones de créditos vencidos: cliente, tasa, monto, modalidad, vencimiento, garantías, provisiones, cuotas vencidas, calificación interna, Calificación banco y Calificación órgano supervisor. Detalle Trimestral.
9. Detalle de las cien principales operaciones refinanciadas: cliente, tasa, monto, modalidad, vencimiento, garantías, provisiones, cuotas vencidas, calificación interna, Calificación banco y Calificación órgano supervisor. Detalle trimestral.
10. Detalle de las cien principales operaciones refinanciadas vencidas: cliente, tasa, monto, modalidad, vencimiento, garantías, provisiones, cuotas vencidas, calificación interna, Calificación banco y Calificación órgano supervisor. Detalle trimestral.
11. Detalle de los cien principales deudores: cuenta, monto, fecha de desembolso del crédito, fecha de vencimiento, plazo, plazo para vencer, calificación interna, Calificación banco y Calificación órgano supervisor. Detalle trimestral.
12. Estructura de financiamiento, detallando las obligaciones corrientes y la deuda a largo plazo. Se deberá señalar la parte corriente y la parte no corriente haciendo mención al tipo de acreedor, moneda, tasas de interés y plazos de vencimiento al período en evaluación. Detalle trimestral.
13. Detalle de los cien principales depositantes: cuenta, monto, fecha de captación, fecha de vencimiento, plazo y plazo para vencer. Detalle trimestral.
14. Detalle y estructura de depósitos según modalidad: a la vista, de ahorro, a plazo, en garantía, certificados bancarios, depósitos contrato swap, depósitos del sistema financiero y organismos internacionales, compensación por tiempo de servicios y otros. Detalle trimestral.
15. Detalle trimestral de los adeudados a bancos y otras instituciones financieras señalando acreedor, monto, moneda, plazos, vencimientos y tasas. El detalle debe incluir un detalle de las condiciones de líneas y la estructura por vencimientos a un año, hasta dos años y más de dos años.
16. Detalle trimestral de emisiones de instrumentos sujetos de Calificación, señalando moneda, tasa de colocación, vencimiento y plazos, así como saldos por colocar de las respectivas series. Asimismo, adjuntar formato de características del instrumento clasificado si hubiesen variaciones o nuevas emisiones.

Manual de Calificación de Riesgo

17. Informe consolidado de tesorería (estructura de portafolio). Detalle trimestral.
18. Reporte de brechas de liquidez y de brechas de tasas de interés a 30, 60, 90, 180 y 360 días. Detalle trimestral.
19. Detalle de accionistas (indicando participación) directorio y plana gerencial.
20. Relación de hechos de importancia. Detalle trimestral.

Dicha información se requiere trimestralmente.

Información necesaria para corporaciones

1. Estados Financieros Auditados y Memorias de los últimos 5 años.
2. Estados Financieros trimestrales de los últimos 3 años, con información complementaria detallada.
3. Documentos del programa de emisiones y/o de la emisión, según sea el caso: prospecto del programa y emisión, contrato de emisión, contratos de garantías, constitución de fideicomisos, entre otros.
4. Estados financieros proyectados, por lo menos de los próximos 3 años, incluyendo el flujo de los bonos.
5. Estructura de financiamiento, detallando las obligaciones corrientes y la deuda a largo plazo. Se deberá señalar la parte corriente y la parte no corriente, acreedor, moneda, tasas de interés y plazos de vencimiento al último mes disponible.
6. Inversiones en activo fijo de los últimos 3 años.
7. Detalle de inversiones financieras permanentes y temporales de los últimos 3 años.
8. Depreciación y amortización del período. Historia de los últimos 3 años.
9. Contingencias al último mes disponible.
10. Presencia en el mercado: participación de mercado, principales competidores, cálculo de precios (tarifas), evolución de precios.
11. Utilización de la capacidad instalada.
12. Estadísticas mensuales de producción y ventas por línea de productos o servicios, según sea el caso, de los últimos 3 años y al último mes disponible.
13. Estructura de costos y gastos de los últimos 3 años.
14. Principales proveedores: detalle por montos.
15. Principales clientes y compras de empresas vinculadas.
16. Breve descripción del proceso productivo de la empresa. Asimismo, detalle de los productos que elabora y comercializa.
17. Productividad media y otra información que influya en el uso de los factores de producción, de acuerdo a los reportes gerenciales de uso frecuente.
18. Detalle de los programas que lleva a cabo la empresa para el cuidado del medio ambiente, indicando si son programas exigidos por el gobierno o establecidos por la gerencia.
19. Capital social suscrito y pagado de los últimos 4 años y al último mes disponible.
20. Número total de acciones suscritas y pagadas al último mes disponible.
21. Total de accionistas y participación al último mes disponible.
22. Nombre de directores al último mes disponible.
23. Detalle de la plana gerencial: nombre, cargo y tiempo de permanencia en el cargo. Breve Curriculum Vitae.
24. Dividendos. Historia de los últimos 3 años.
25. Número de trabajadores de los últimos 3 años.

Dicha información se requiere trimestralmente.

Información necesaria para compañías de seguros y/o reaseguros

1. Estados Financieros Auditados: balance general, pérdidas y ganancias y flujo de caja. Notas a los Estados Financieros. (Informe Largo e Informe Corto)
2. Balance de Comprobación.
3. Características de cada una de las inversiones: monto, plazo, tasa, moneda.
4. Detalle de provisión para fluctuación de valores negociables.
5. Detalle de provisión para desvalorización de inmuebles.
6. Detalle de los Recursos de inversión.
7. Detalle de cartera pendiente por días de morosidad: de 1 a 30, 31 a 60, 61 a 90 y más de 90 días. Monto de provisiones para cada tramo. Por oficina.
8. Detalle de los gastos administrativos.
9. Detalle de las obligaciones con entidades financieras.
10. Presupuesto Anual.
11. Informe de Auditoría Interna.
12. Posición competitiva respecto al mercado:
 - Evolución mensual de la participación de mercado por ramos.
 - Evolución mensual de la composición del portafolio de primas Informe de Productos: Nuevos productos masivos.
13. Detalle mensual de cartera nueva por ramos: monto de cesión y monto de retención.
14. Detalle mensual de renovaciones por ramos.
15. Detalle de primas en mora por oficina.
16. Detalle mensual de primas anuladas por oficina.
17. Ventas mensuales por canales de comercialización.
18. Índice de siniestralidad retenida por ramos.
19. Detalle de los siniestros por pagar. Por ramo y por oficina.
20. Resultado técnico por ramos acumulado.
21. Resumen de resultados acumulados por oficina.
22. Evolución de los últimos doce meses de los siniestros por pagar en mora por ramo.
23. Registro cronológico de los siniestros reclamados de acuerdo a la Circular N° 01196 del Registro y contabilización de siniestros: Fecha de reclamo, Fecha de siniestro, Fecha de informe técnico, Fecha de aceptación y rechazo y fecha de pago, entre otros.
24. Composición del portafolio de primas cedidas por ramos: Contratos Automáticos.
25. Composición del portafolio de primas cedidas por ramos: Contratos Facultativos.
26. Condiciones de los contratos de reaseguros por ramos.
27. Cálculo de margen de solvencia.
28. Cálculo de la reserva de riesgos.
29. Cálculo de las reservas de siniestros reclamados por liquidar. Por oficina.

Dicha información se requiere trimestralmente.

Información necesaria para compañías de seguros de vida

1. Estados Financieros Auditados con sus respectivas notas (Balance General, Resultados, Flujo de Efectivo y Cambios en el Patrimonio Neto).
2. Balance de Comprobación.
3. Informe de Gestión.
4. Memorial Anual.
5. Política de Inversiones para el periodo.
6. Presupuesto Anual de Primas.
7. Recursos de inversión
8. Calce en rentas vitalicias.
9. Calce de inversiones en plazo y moneda, por tipo de instrumento y tipo de obligación.
10. Duration promedio de la cartera de inversiones.
11. Antigüedad de cuentas por cobrar por operaciones de seguros.
12. Periodo medio de cobro de primas o algún otro reporte que demuestre la efectividad en la cobranza de las primas.
13. Periodo medio de pago de siniestros.
14. Resultado técnico por ramo de seguros acumulado.
15. Información de reclamos.
16. Estructura de los contratos de reaseguro.
17. Condiciones de los contratos de reaseguros por ramos.
18. Cálculo de margen de solvencia.
19. Cálculo de la reserva de riesgos.
20. Cálculo de las reservas de siniestros reclamados por liquidar. Por oficina.
21. Perfil actualizado de la compañía (de existir alguna modificación):
22. Relación de los 10 principales accionistas y su participación en el capital social.
23. Directorio y Plana Gerencial.
24. Capital suscrito y pagado.
25. Total de acciones suscritas y pagadas.

Dicha información se requiere trimestralmente.

Información necesaria para fondos de inversión

1. Para instrumentos de RF: Composición del portafolio por instrumento, precio de compra, monto del principal, rendimiento nominal, rendimiento efectivo, fecha de adquisición, fecha de vencimiento, valorización, Calificación de riesgo y Calificadora, moneda, plaza de negociación, frecuencia de negociación e indicadores financieros de cada compañía (margen bruto, ROE, ROA, Capital de Trabajo, Apalancamiento, etc.)
2. Para instrumentos de RV: Composición del portafolio por instrumento, precio de compra, serie de cotización (21 días), cotización más alta y más baja (52 semanas), fecha de adquisición, porcentaje del capital en circulación, plaza de negociación, frecuencia de negociación, Calificación de riesgo, moneda, Ratio P/E, Ratio Precio/Valor de Mercado, rendimiento por dividendos, capitalización bursátil, beta (de ser factible el cálculo), volatilidad del precio (desviación estándar) e indicadores financieros de cada compañía.
3. Información necesaria para la evaluación de riesgo crediticio o accionario de los instrumentos no clasificados públicamente del portafolio, según disponibilidad y requerimiento del analista (ver Manual de Calificación de Riesgo de PCR).
4. Duración, duración modificada y convexidad del portafolio.
5. VaR del portafolio.
6. Concentración de los 5, 10, 30, 50 y 100 principales partícipes en diferentes fechas solicitadas por el analista.
7. Detalle de deudas contraídas.
8. Detalle de operaciones con instrumentos derivados.
9. Cuadro de calce de monedas y plazos.
10. Política y procesos de inversión.
11. Detalle de los procesos de back office (especialmente valorización de portafolio). Manuales.
12. Detalle de los procesos del sistema de evaluación y seguimiento de riesgos. Manuales.
13. Manual de organización y funciones. Manuales.
14. Políticas y procedimientos de recursos humanos. (selección, contratación, evaluación, entre otros)
15. Currículo Vitae de los principales responsables de la administración del fondo.
16. Detalle de los esquemas de retribución e incentivos al personal.