
METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIEGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRÉSTAMOS BANCARIOS

**UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
UNIVERSIDAD PÚBLICA (UNTREF ACR UP)**

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 2 de 31

Tabla de Contenido

Introducción	3
Objeto	3
Clases de instrumentos a evaluar.....	5
Categorías de calificación	6
Escala de largo plazo	7
Escala de corto plazo	9
Modificadores	10
Indicadores	10
Calificación bajo Revisión Especial.....	10
Perspectiva.....	11
Calificación para préstamos de entidades financieras	12
Procedimientos de calificación.....	12
Análisis de la información	12
Análisis y evaluación.....	13
Determinación de la calificación.....	20
Observaciones de impacto macroeconómico y social.....	24
Calificación preliminar y final.	24
Informes de calificación	25
Listado básico de información inicial	28
Anexo I.....	29

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 3 de 31

Introducción

Los procedimientos metodológicos desarrollados en esta manual, tienen alcance y aplicación, tanto sobre los instrumentos financieros definidos en la Ley N° 23.576 y complementarias, y los capítulos V (secciones IV y VII), VI y VII del Título II, que integran la resolución 622/2013 de la CNV, como para la calificación de las empresas y préstamos bancarios.

Los instrumentos comprendidos, contemplan a las Obligaciones Negociables (ON) de largo plazo y a los Valores Representativos de Deuda (VRD) por plazos menores a un año, para ser ofertados a inversores calificados. Para el segundo caso, el instrumento puede presentarse como una obligación negociable, un pagaré o un VRD de corto plazo.

Las calificaciones otorgadas, no constituyen una recomendación con relación a la compra, venta o mantenimiento del instrumento. El objetivo de las mismas, es el de brindar una opinión profesional, con relación a la calidad crediticia de los instrumentos considerados en esta metodología.

Objeto

Se presentan los lineamientos metodológicos comunes que la UNTREF Agente de Calificación de Riesgo Universidad Pública (UNTREF ACR UP), empleará para la calificación de riesgo crediticio de las empresas, los instrumentos (ON y VRD) y préstamos bancarios. El procedimiento contemplará las características de los diversos instrumentos a analizar, considerando al momento de la calificación, los diversos formatos de la emisión.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 4 de 31

Emisores de Obligaciones Negociables y Valores Representativos de Deuda

De acuerdo con lo establecido por la CNV, a través de la resolución 622/2013, y el artículo 1º de la Ley 23.576, se evaluarán las emisiones de ON, bajo el procedimiento y modalidades de oferta pública, realizadas por las:

- Sociedades por acciones constituidas bajo la ley 19.550 y complementarias
- Cooperativas y Asociaciones Civiles constituidas en el país
- Sucursales de las Sociedades por Acciones constituidas en el exterior, en los términos de lo dispuesto en el artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales.

De acuerdo con lo anterior, y con relación a los VRD de corto plazo, se evaluarán los emitidos por las:

- Sociedades por acciones
- Sociedades de Responsabilidad Limitada
- Cooperativas y Asociaciones Mutuales
- Sucursales de las Sociedades por Acciones constituidas en el exterior, en los términos de lo dispuesto en el artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales.

Asimismo, se considerará la intervención de la ACR UP, en los casos que se ajusten a lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 1º de la ley señalada.

Cabe señalar también, que la ACR UP podrá evaluar instrumentos que no sean ofrecidos a través del procedimiento de oferta pública.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 5 de 31

Clases de instrumentos a evaluar

Las ON a plazos superiores a un año, pueden presentar diversos formatos y modalidades de colocación. Con relación a este punto, se considerará la evaluación de las emisiones primarias, como así también la evaluación de Programas Globales, bajo la forma de emisiones por series. Los formatos comprendidos contemplan a:

- ON simples
- ON convertibles en acciones
- ON con garantía común (patrimonial)
- ON con garantía especial (inmuebles)
- ON con garantía flotante (artículo 327 de la Ley 19.550)
- ON con otras garantías (prenda con registro, prenda común, cesión fiduciaria de créditos y avales o fianzas personales)
- ON para financiar proyectos de inversión (Resolución 622/2013; Título II, Capítulo VII) Préstamos garantizados.

También se considerará la evaluación de emisiones que contengan otras modalidades de afianzamiento.

Con relación a los VRD por plazos menores a un año, debe considerarse que la CNV, bajo determinadas condiciones, solo permite a las Sociedades de Responsabilidad Limitada y a las Asociaciones Mutuales, la emisión de pagarés y certificados globales. Las modalidades contempladas en la reglamentación de la CNV son:

- ON

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 6 de 31

- Pagares seriados y
- Certificados globales de deuda emitidos por Sociedades de Responsabilidad Limitada, Cooperativas y Mutuales.

Categorías de calificación nacional

La calificación del emisor o de los diversos instrumentos representativos de deuda, se obtiene a partir de la intervención de factores cualitativos y cuantitativos. El análisis e interrelación de los mismos, a través de la observación de su influencia sobre la calidad crediticia, determinarán la calificación final. La misma se constituye en una opinión técnica independiente, con relación a la capacidad del emisor de cumplir en los plazos acordados, con los pagos de los servicios comprometidos en el instrumento de deuda correspondiente. Por lo tanto, las calificaciones no constituyen certidumbres con relación al pago de los mismos.

De acuerdo con la diversidad de estructuras de emisión, se contempla también, la debida ponderación de elementos contenidos en los términos de la misma, tales como las garantías y los resguardos. El subyacente de las garantías, en algunos casos, adquiere importancia al momento de establecer el grado de la calificación. Esto alcanza tanto a los instrumentos de deuda de largo plazo, como a los de corto.

En las Tablas de la presente metodología, los factores cuali y cuantitativos, se ponderarán de acuerdo con las características del emisor o instrumento evaluado. Si bien son comunes los factores a considerar en todos los casos, lo señalado obedece a que los instrumentos, pueden contar con distintas condiciones de emisión y diferentes objetivos en la aplicación de los fondos.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 7 de 31

Otros aspectos pueden intervenir en la calificación final del instrumento. Los resguardos y garantías, pueden mejorar relativamente la calificación, de acuerdo con la solvencia de esas variables, lo cual se indicará a través de la utilización de los modificadores. Más adelante en el texto de la presente metodología, se describirán los significados de los resguardos y las características de las garantías.

Escala de largo plazo

AAA: las emisiones o emisores calificados en “AAA” nacional, presentan una excelente capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. No presentan vulnerabilidad en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

AA: las emisiones o emisores calificados en “AA” nacional, presentan una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una baja vulnerabilidad en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

A: las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, presentan una buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una mayor vulnerabilidad con respecto a las categorías superiores, en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

BBB: las emisiones o emisores calificados en “BBB” nacional, presentan una

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 8 de 31

adecuada capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan perspectivas de debilitamiento en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

BB: las emisiones o emisores calificados en “BB” nacional, presentan una débil capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan alta exposición en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

B: las emisiones o emisores calificados en “B” nacional, presentan una muy débil capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan muy alta exposición a entornos de negocios y económicos previsiblemente menos favorables.

CCC: las emisiones o emisores calificados en “CCC” nacional, presentan una vulnerable capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una extrema exposición a entornos de negocios y económicos previsiblemente menos favorables. Podrían presentarse alteraciones en el cumplimiento de sus obligaciones.

CC: las emisiones o emisores calificados en “C” nacional, presentan una muy vulnerable capacidad de pago de sus obligaciones, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Se considera una alta probabilidad de incumplimiento de sus obligaciones.

C: las emisiones o emisores calificados en “C” nacional, presentan una extremadamente vulnerable capacidad de pago de sus obligaciones, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Se considera que el incumplimiento de sus obligaciones podría ser inminente.

D: las emisiones o emisores calificados en “D” nacional, se encuentran en

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 9 de 31

situación de incumplimiento de sus obligaciones.

Escala de corto plazo

A1: las emisiones o emisores calificados en “A1” nacional, implica la más sólida capacidad de pago de los compromisos financieros comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.

Cuando las particularidades y características de la emisión o emisor sean extremadamente sólidas se adicionará a la categoría el signo “+”.

A2: las emisiones o emisores calificados en “A2” nacional, implican una satisfactoria capacidad de pago de los compromisos financieros comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.

A3: las emisiones o emisores calificados en “A3” nacional, implican una adecuada capacidad de pago de los compromisos financieros comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. En el corto plazo son vulnerables ante cambios en las condiciones económicas, del sector o en el emisor, comparadas con aquellas de más alta calificación.

B: las emisiones o emisores calificados en “B” nacional, implican una incierta capacidad de pago de los compromisos financieros comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. En el corto plazo presentan una mayor vulnerabilidad ante cambios en las condiciones económicas, del sector o en el emisor.

C: las emisiones o emisores calificados en “C” nacional, implican una incertidumbre respecto de la capacidad de pago de los compromisos financieros comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. La capacidad de cumplimiento depende estrechamente de un favorable entorno económico y operativo.

D: las emisiones o emisores calificados en “D” nacional, implican un inminente incumplimiento o que el mismo ya se encuentra efectivo.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 10 de 31

Modificadores

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores "+" o "-", para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC de largo plazo y para la categoría A1 de corto plazo.

Indicadores

Las calificaciones contendrán un indicador que identificará a la clase de ON calificada. Así es como las ON sin garantía, tendrán el indicador (on), las restantes con garantías (ong). Cuando se trate de una ON para financiamiento de proyecto, el indicador aplicado será (onp).

Calificación bajo Revisión Especial

La calificación bajo revisión especial indica la posible dirección de una calificación, enfocándose principalmente en hechos y tendencias de corto plazo que motivan que quede sujeta a una observación especial por parte de la ACR UP. Esto se puede dar en casos de cambios en la organización empresarial, el mercado de actuación, macroeconómicos, financieros o políticos. Se destaca que una calificación se encuentre en revisión especial no implica que su modificación sea inevitable.

La revisión especial puede ser:

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 11 de 31

- Positiva: la calificación puede subir.
- Negativa: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Perspectiva

La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para las categorías CCC o menores, no aplica la perspectiva dado que la probabilidad de incumplimiento para estas categorías es elevado y tienen por definición incorporada la perspectiva negativa. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada.

La perspectiva puede ser:

- Positiva: la calificación puede subir.
- Estable: la calificación probablemente no cambie.
- Negativa: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

La asignación de Perspectiva y de Revisión Especial es excluyente. Si ocurriera que aplica colocar una calificación en Revisión Especial no se asignará Perspectiva. Resuelto el hecho que impulsó la Revisión Especial se asignará la perspectiva correspondiente.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 12 de 31

Calificación para préstamos de entidades financieras

Cuando se solicite una calificación de uso exclusivo para una entidad financiera ante la cual se gestiona un préstamo, se agregará a la calificación asignada el sufijo 'pef'. Ejemplo Categoría 'BBB pef'.

Procedimientos de calificación

El procedimiento de calificación de UNTREF ACR UP está compuesto por las siguientes etapas:

1. Análisis de la información.
2. Análisis y evaluación.
3. Determinación de la calificación.

Análisis de la información

UNTREF ACR UP solicitará información detallada sobre los elementos cualitativos y cuantitativos del emisor. Se tomará como base, lo indicado en el Anexo I del Capítulo IX de la Sección III, correspondiente al Título II, de la Resolución 622/2013 de CNV y complementada con los requerimientos que la ACR UP disponga.

La ACR UP determinará la suficiencia y validez de la información recibida, para continuar con los procedimientos de calificación y poder arribar a un resultado final con relación a la opinión sobre la calidad del emisor, de los valores

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 13 de 31

negociables y de los valores representativos de deuda a emitir.

Cuando la insuficiencia en la calidad de la información o falta de datos fiables, planteen serias dudas sobre la confiabilidad de la calificación que se emita, se informará de esta circunstancia como hecho relevante, por medio de la Autopista de la Información Financiera, tal como lo dispone la normativa vigente.

UNTREF ACR UP no realizará una auditoria de la información recibida, quedando la veracidad de la misma, sujeta a la responsabilidad del emisor y de los demás participantes responsables de la emisión.

En los casos de títulos valores, líneas de crédito u obligaciones en general, con relación a las cuales se registre incumplimiento por parte del emisor, serán calificadas en la categoría D, y no se empleará el procedimiento que se describe a continuación, por considerárselo innecesario a los efectos de arribar a la calificación señalada.

Análisis y evaluación.

La calificación de riesgo se basará en el análisis de factores de naturaleza cualitativa y cuantitativa. En tal dirección, se ha establecido el conjunto de aspectos que serán el eje de la calificación. Los mismos, tienen por objeto englobar todos aquellos aspectos, algunos de los cuales trascienden el campo financiero, que permitan obtener una lectura que abarque un perfil completo del emisor, destacándose que algunos elementos considerados como cualitativos, serán particularmente considerados en la evaluación. La calidad empresarial y de la dirección de la empresa, son algunos de ellos.

En el análisis de los instrumentos de deuda, se podrán considerar elementos que

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 14 de 31

contribuyan a una mejora crediticia, con relación al riesgo intrínseco de los mismos, como los que suponen la existencia de garantías, resguardos (“covenants”) o preferencias de pago. Se considerará también en los casos que corresponda, el carácter de principal o subordinado (artículo 3876 del Código Civil), contemplados en las condiciones de emisión, para el pago de los servicios del instrumento, y su relación con el riesgo del mismo.

Desde esa perspectiva, el análisis y la evaluación del riesgo, contemplara el tratamiento de los factores de riesgo enumerados del 1 a 5 descriptos más abajo. El factor 6, será considerado en tanto pueda determinar un fundamento para el cambio de calificación. Los factores bajo examen son:

1. La empresa, sus directivos y su organización.
2. El negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas
3. El desempeño operativo
4. La deuda y la sostenibilidad financiera
5. Impacto ambiental
6. Resguardos y garantías

El análisis conjunto de estos factores, con las correspondientes ponderaciones y valuaciones, permitirán arribar a una robusta determinación del riesgo del emisor o instrumento evaluado. Cabe señalar también, que al momento de realizar una calificación de corto plazo (VRD), el centro del análisis se desplazará hacia los componentes 3 y 4. No se prescinde de la consideración de los otros factores, pero no serán determinantes al momento de establecer la calificación.

A continuación, se presenta un resumen de los procedimientos a emplear, para

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 15 de 31

analizar cualitativa y cuantitativamente los factores señalados.

La empresa, sus directivos y su organización:

Se considerará a los empresarios, su trayectoria y su presencia en el mercado.

Se prestará particular atención a la solidez de los mismos, tanto desde lo patrimonial, como desde su posición en el mercado del negocio de la empresa, tanto local como externa. También se evaluará la calidad y trayectoria del directorio de la misma, especialmente en materia de decisiones corporativas.

Un punto clave lo constituye la administración de la empresa, principalmente ejecutado por su equipo gerencial. Se examinará la experiencia, formación profesional, contactos y conocimiento del mercado de actuación. La suma de estas capacidades, brindará información con relación a la solidez de la dirección de la empresa.

El Plan de Negocios de la empresa, será una referencia central al momento de determinar la visión estratégica de los accionistas o propietarios, con relación al crecimiento y sostenibilidad del negocio.

También se examinarán los aspectos vinculados con el gobierno corporativo, traducidos entre otros, en la existencia de sistemas de gestión de la calidad, la estrategia para la creación de valor y el crecimiento de la empresa.

El análisis de los contenidos de este punto, se sustanciará a través del enfoque de fortalezas y debilidades, que permitirá alcanzar una síntesis que refleje los aspectos cualitativos más destacados de la calidad empresarial y de la dirección, permitiendo alcanzar un valor de ponderación para este punto.

El negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas y normativas:

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 16 de 31

En este punto, se considerarán las características centrales del negocio de la empresa, a través del examen del producto(s) o servicio(s) brindado por la misma. Se analizarán las ventajas competitivas de la empresa y la estrategia derivada de las mismas.

Asimismo, se realizará un análisis del posicionamiento de la empresa en el sector, a través del enfoque de fuerzas competitivas. El mismo se focalizará sobre: los competidores, los clientes y proveedores, con sus modalidades de vinculación, las amenazas de productos o servicios sustitutivos, y las características de acceso al sector.

Se examinarán las características del mercado donde está compitiendo. Se observarán entre otros, aspectos tales como: tendencias esperadas del mercado, segmentos de mercados atendidos, origen de los mismos, participación de mercado, actual y esperada, etapa del ciclo de vida de la industria en la que actúa.

También será parte integrante de este punto, la trayectoria de la empresa en materia de desarrollo de nuevos productos, innovación tecnológica y recursos empleados en investigación y desarrollo.

Con relación a las condiciones macroeconómicas y normativas, el objetivo es identificar los impactos sobre la empresa, ante decisiones sobre determinadas variables tales como, entre otras: el tipo de cambio nominal y efectivo, el costo financiero, los precios relativos de bienes y servicios vinculados con la actividad, las tarifas, los aranceles de importación, las disposiciones sobre comercio exterior e interior y disposiciones impositivas. También se prestará particular atención, al impacto que produciría sobre la actividad de la empresa, la emisión de normas regulatorias o de legislación específica.

Este conjunto de aspectos es de singular importancia. Los mismos, constituyen

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 17 de 31

los fundamentos del entorno económico y de negocios en el que actúa la empresa. Su evolución y características, puede aumentar o reducir riesgos, con relación al desempeño comercial, económico y financiero de la empresa

Desempeño operativo:

El objetivo de este punto, es analizar y evaluar los indicadores operativos y financieros que reflejan el comportamiento reciente de la empresa (últimos tres años), su grado de estabilidad y tendencias. De considerarse conveniente, el período trienal podría ser extendido.

El núcleo de la información, se obtendrá a través de examen del Estado de Resultados, el Balance, el Estado de Flujo de Efectivo y la evolución del Patrimonio Neto. Los criterios empleados para realizar dicho examen, responderán a las características de la empresa evaluada y comprenderá los siguientes enfoques:

- Desde el examen de balance, de acuerdo con las técnicas vigentes, permitiendo establecer las características de las principales cuentas de los activos y pasivos. Básicamente, se observará el desarrollo de la calidad de los activos, su estructura y financiamiento, comprendiendo el calce o descalce de monedas. Con relación a los pasivos, se examinarán sus distintos grados de exigibilidad, entre otros aspectos. El análisis vertical y horizontal, será el procedimiento utilizado, tanto para este punto como para el siguiente.
- Desde el Estado de Resultados, examinando el comportamiento de los distintos márgenes y de los resultados operativos y netos.
- Desde la evolución del Estado de Flujo de Efectivo, analizando la

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 18 de 31

evolución del flujo de efectivo de las operaciones, de las inversiones y del financiamiento.

- Desde la evolución patrimonial, determinando su evolución e importancia en el financiamiento de la empresa. La estructura de capital será particularmente considerada.

También será parte del análisis, el impacto de los impuestos (especialmente ganancias) sobre la evolución económica de la empresa.

Con la información proporcionada por estos Estados Financieros, se utilizarán diversos índices representativos de aspectos fundamentales en la marcha económica y financiera de la empresa.

Básicamente, estarán agrupados con el objetivo de poder determinar:

- la liquidez
- el endeudamiento
- la eficiencia de los activos
- los plazos de cobros y pagos

Un aspecto que será particularmente considerado en el análisis, es la evolución de la creación de valor por parte de la empresa. El procedimiento a utilizar, se presenta en el Anexo I de la presente metodología.

En el Anexo I, se presentan los índices o ratios que se utilizarán, cuyo empleo e interpretación, estarán ajustados a la clase de empresa y negocio evaluado. No son excluyentes, pudiendo considerarse otros que hagan a una mejor determinación de la situación de la empresa.

Son relevantes las conclusiones de esta sección. Debe señalarse que las mismas, son la base para establecer la consistencia de las futuras proyecciones económicas y financieras, puesto que brindará información crítica para

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 19 de 31

determinar la capacidad de repago por parte de la empresa.

La deuda y la sostenibilidad financiera:

El punto central de análisis, consistirá en examinar la capacidad de repago de las obligaciones asumidas, determinada a partir del análisis de las proyecciones financieras provistas por la empresa.

El flujo de fondos, expresado a partir de sus distintas presentaciones, permitirá evaluar la generación y utilización de fondos por parte del emisor. Esto determinará la evolución futura de su situación financiera, la cual contemplará el impacto sobre la misma, de la calificación.

Se examinarán también los impactos sobre la estructura del capital, sobre las características centrales del negocio y sobre otros aspectos que se entiendan de importancia para la evaluación.

Desde la técnica de análisis, se utilizarán indicadores ya descriptos en el punto anterior. Un examen complementario, estará constituido por las conclusiones del examen comparativo de los mismos, con y sin emisión de deuda.

La futura evolución de los puntos 1 y 2, ocupará un lugar destacado en la evaluación del emisor y del instrumento. Son en gran medida, el fundamento de las proyecciones futuras de la empresa. Naturalmente, en este punto se prestará particular atención a la visión empresarial.

Se realizarán pruebas de sensibilidad, a efectos de generar escenarios que permitan determinar la fortaleza de la empresa ante cambios en las circunstancias propias del negocio (referenciadas a variables sensibles), macroeconómicas o de ambas. En particular se analizará la posibilidad de riesgo de descalce cambiario entendido como el existente entre la posible evolución del costo del financiamiento, en virtud de la moneda de referencia establecida, en

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 20 de 31

relación a sus ingresos y su política de cobertura y mitigación prevista.

Impacto ambiental:

UNTREF ACR UP evaluará los aspectos ambientales relativos al negocio y las medidas adoptadas para la prevención del daño ambiental. Se considerará la existencia de una política ambiental o de sustentabilidad del emisor, o se deberá explicar por qué no se considera pertinente contar con una.

Se solicitará un informe sobre hechos que generen o puedan generar afectaciones de importancia al ambiente, causas judiciales de importancia relativas al ambiente y sobre las sanciones impuestas por autoridades competentes de control ambiental.

Resguardos y garantías:

Básicamente, se considerará la presencia de los resguardos (covenants), sea que se trate de resguardos preexistentes o incorporados a la emisión. Para este caso, se examinará el alcance del compromiso del emisor con relación al instrumento bajo examen.

Con relación a las garantías, se determinará la naturaleza de las mismas, y su eventual significación con relación al mejoramiento de la calificación del instrumento.

Determinación de la calificación

Completado el análisis y la evaluación de los aspectos cualitativos y cuantitativos del emisor, considerados en los puntos anteriores, se procede en una primera etapa a la valuación de cada uno de los factores, a efectos de poder integrarlos en la determinación de la calificación final.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 21 de 31

VALUACIÓN DE LOS FACTORES

A partir de los componentes de riesgos definidos, UNTREF ACR UP asignará el puntaje de cada componente de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 1. Tabla de Puntajes

Calificación	Puntos
Excelente	10 a 9
Muy Bueno	9 a 7,5
Bueno	7,5 a 6
Adecuado	6 a 5
Riesgoso	5 a 3
Muy Riesgoso	3 a 1
Altamente Riesgoso	1 a 0

La Tabla 2, presenta los distintos factores (1 a 6) con el puntaje otorgado a cada uno de ellos, que dependerá de cada caso analizado. Debe señalarse que el puntaje de cada factor, es el resultado del análisis y evaluación de los distintos subcomponentes de cada uno de ellos, a partir de lo cual, se obtendrá un puntaje representativo de calificación para el componente correspondiente:

Tabla 2. Puntaje de los Factores

Factores	Puntaje
1. La empresa, sus directivos y su organización	
2. El negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas.	

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS		UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA		Página 22 de 31
3. El desempeño operativo.		
4. La deuda y la sostenibilidad financiera		
5. Impacto ambiental		
6. Resguardos y garantías		

PONDERACIÓN DE LOS FACTORES

El Consejo de Calificación de UNTREF ACR UP, en función de la evaluación expuesta por el analista, determinará la ponderación correspondiente a cada factor analizado, hasta alcanzar el 100% de los mismos.

Se tomarán como referencia, los valores predeterminados de ponderación que se exponen en la Tabla 3. El Consejo podrá establecer una ponderación diferente, lo cual será expuesto en el correspondiente informe, de acuerdo con el emisor e instrumento bajo calificación.

La Tabla 3, presenta el formato estándar de ponderaciones de riesgo a utilizar

Tabla 3. Ponderación Factores

Factores	Ponderación
1. La empresa, sus directivos y su organización	15%
2. El negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas	15%
3. El desempeño operativo	25%
4. La deuda y la sostenibilidad financiera	35%
5. Impacto ambiental	10%
Total	100,00%

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 23 de 31

CALIFICACIÓN FINAL

En la Tabla 4, se presenta la valuación ponderada de cada factor, la cual resultará para cada uno de ellos, del producto de la Tabla 2 y la Tabla 3. La suma de los valores ponderados constituye el puntaje final.

Es importante destacar que los Resguardos y Garantías oportunamente comentados en este Manual, serán considerados al momento de establecer la calificación final, primariamente obtenida a través del procedimiento expuesto, si se determina que las variables señaladas, pueden sustentar una modificación de esa calificación.

Tabla 4. Puntaje Final

Factores	<i>Valuación Factor</i>	<i>Ponderación de Riesgos (%)</i>	Puntaje ponderado
1. La empresa, sus directivos y su organización			
2. El negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas			
3. El desempeño operativo			
4. La deuda y la sostenibilidad financiera			
5. Impacto ambiental			
		Puntaje Final	

Finalmente, el puntaje final del cuadro anterior, se reflejara dentro de cada una de las calificaciones establecidas

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 24 de 31

Tabla 5. Calificación Final

Puntaje Final	Calificación Final
10 a 9	AAA
9 a 7,5	AA
7,5 a 6	A
6 a 5	BBB
5 a 4	BB
4 a 3	B
3 a 2	CCC
2 a 1	CC
1	C
Incumplimiento	D

Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP, adicionalmente a la evaluación de riesgos, informará el impacto macroeconómico y social de la operación, para ilustración de los inversores y público en general.

Calificación preliminar y final.

UNTREF ACR UP realizará la evaluación y análisis de cada emisor o emisión de deuda en función de la información recibida por parte del emisor y sus asesores. En el caso de la asignación de una calificación antes de la emisión de los títulos de deuda, la documentación legal y datos de los instrumentos a emitir serán preliminares o borradores, pudiendo cambiar luego de la emisión. Debido a esto,

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 25 de 31

UNTREF ACR UP emitirá una *calificación preliminar* y advertirá esta situación en el dictamen de calificación donde se aclarará que la información recibida no es definitiva quedando sujeta la calificación final a la recepción de la documentación legal y datos del instrumento a emitir.

Una vez recibidos los documentos legales firmados y emitidos los títulos de deuda, se procederá a emitir una *calificación final*, la cual de no mediar ningún cambio en la información recibida, deberá ser igual a la calificación preliminar. Cualquier diferencia en la calificación final estará debidamente fundada. En el dictamen de calificación se advertirá que la emisión de la calificación final se realizó sujeto a la recepción de los documentados finales.

Informes de calificación

UNTREF ACR UP contará con tres tipos de informes de calificación:

- Informe preliminar.
- Informe final.
- Informe de revisión.

Los informes de calificación preliminar y final contendrán los siguientes títulos:

1. Calificaciones: se detallarán los títulos calificados, monto de emisión, calificación y perspectiva actual y anterior.
2. Fundamento de la calificación: se expondrán de manera sintética los fundamentos por los cuales se determinó la calificación.
3. Análisis de sensibilidad: se describirá el análisis de sensibilidad que se

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 26 de 31

realizó a los flujos de fondos y el estrés aplicado a las distintas variables.

Se enunciarán los cambios macroeconómicos o del mercado que pudieran afectar positiva o negativamente al emisor o emisiones.

4. Perfil del emisor, la dirección y su organización: se detallará la composición accionaria, la trayectoria de la dirección y la presencia en el mercado. Se informará sobre el Plan de Negocios de la empresa, el gobierno corporativo, la estrategia para la creación de valor y la calidad empresaria y de la dirección.
5. Perfil del negocio, del sector, del mercado y las condiciones macroeconómicas y normativas: se enunciarán las características centrales del negocio de la empresa, las ventajas competitivas de la empresa y la estrategia derivada de las mismas. Se describirá el posicionamiento de la empresa en el sector, las características del mercado donde está compitiendo, participación de mercado actual y esperada, los impactos sobre la empresa con relación a las condiciones macroeconómicas y normativas.
6. Desempeño operativo: se analizarán los indicadores operativos y financieros que reflejan el comportamiento reciente de la empresa, su grado de estabilidad y tendencias. Se informará sobre el desarrollo de la calidad de los activos, su estructura y financiamiento, el calce o descalce de monedas, los distintos grados de exigibilidad de los pasivos, el comportamiento de los distintos márgenes y de los resultados operativos y netos; la evolución del flujo de efectivo de las operaciones, de las inversiones y del financiamiento, de la evolución patrimonial y la evolución de la creación de valor por parte de la empresa.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 27 de 31

7. La deuda y la sostenibilidad financiera: se evaluará la capacidad de repago de las obligaciones financieras, el flujo de fondos y también los impactos sobre la estructura del capital, sobre las características centrales del negocio y sobre otros aspectos que se entiendan de importancia para la evaluación.
8. Observaciones de impacto macroeconómico y social: se informará sobre el impacto macroeconómico y social que pudiera generar el emisor
9. Anexos:
 - a. Se detallarán los principales ratios observados para la compañía, resumen de los principales rubros de los Estados Contables (Activo, Pasivo, Patrimonio, Estados de Resultados, Flujo de Fondos).
 - b. En el caso de calificación de títulos de deuda, se detallarán los términos y condiciones de los mismos.
10. Definición de las calificaciones asignadas: se procederá a detallar cada título calificado y la correspondiente calificación.
11. Fuentes de información: se detallarán en forma precisa la información recibida y utilizada para efectuar la evaluación de riesgo.

El informe de revisión contendrá los siguientes títulos:

1. Calificaciones: se detallarán los títulos calificados, monto de emisión, calificación y perspectiva actual y anterior.
2. Fundamento de la calificación: se expondrán de manera sintética los fundamentos por los cuales se determinó la calificación para cada título de deuda.
3. Análisis de sensibilidad: se describirá el análisis de sensibilidad que se

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 28 de 31

realizó a los flujos de fondos y el estrés aplicado a las distintas variables.

Se enunciarán los cambios macroeconómicos o del mercado que pudieran afectar positiva o negativamente al emisor o emisiones.

4. Anexos:
 - a. Se detallarán los principales ratios observados para la compañía, resumen de los principales rubros de los Estados Contables (Activo, Pasivo, Patrimonio, Estados de Resultados, Flujo de Fondos).
 - b. En el caso de calificación de títulos de deuda, se detallarán los términos y condiciones de los mismos.
5. Definición de las calificaciones asignadas: se procederá a detallar cada título de deuda calificado y la correspondiente calificación.
6. Fuentes de información: se detallarán en forma precisa la información recibida y utilizada para efectuar la evaluación de riesgo.

En el informe de revisión se remitirá al informe final de calificación para una descripción detallada de todos los puntos bajo consideración en el análisis de cada uno de los factores.

Listado básico de información inicial

1. Prospecto y suplemento de emisión.
2. Propuesta de estructura financiera y detalle de los términos y condiciones de los títulos a emitir.
3. Detalle de los antecedentes de emisor y del mercado donde opera.
4. Información histórica sobre el desempeño financiero del emisor.

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 29 de 31

Anexo I

La presentación siguiente, corresponde al conjunto de ratios o índices que se utilizarán en la evaluación financiera del emisor. No son excluyentes, y de considerarlo necesario, el Consejo de Calificación podrá emplear algunos otros que posean un grado importante de representatividad, al momento de evaluar la situación financiera de la empresa, presente y futura.

Los índices se agrupan con el siguiente criterio:

1. Índices de liquidez
2. Índices de endeudamiento
3. Índices de cobertura
4. Índices de actividad
5. Índices de rotación de los activos
6. Índices de rentabilidad
7. Determinación de la creación de valor (EVA)

Lo anterior no agota la batería de indicadores cuantitativos a utilizar. Junto con el Balance de activos y pasivos, Estado de resultados, Estado del flujo de efectivo y Estado de evolución patrimonial, constituyen aspectos de relevancia para la calificación, naturalmente, la evolución estimada de los flujos de fondos y sus presentaciones.

1. Índices de liquidez
 - a) corriente = activo corriente / pasivo corriente
 - b) (prueba ácida) = (activo corriente – bienes de cambio) / pasivo corriente
 - c) de tesorería = (caja + activos realizables) / deudas exigibles a corto plazo

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 30 de 31

d) de disponibilidad = disponible / pasivo corriente

2. Índices de endeudamiento

a) sobre patrimonio neto = pasivo total / patrimonio neto

b) sobre activo total = pasivo total / activo total

c) índice de garantía = activo real* / pasivo total

d) índice de calidad de la deuda = deudas a corto plazo / deudas totales

* Definiendo al activo real, como el activo neto de gastos amortizables, acciones propias, capital pendiente de desembolso). Es el activo neto para afrontar deudas.

3. Índices de cobertura

a) cobertura de intereses = EBIT / intereses

Definiendo EBIT, como las utilidades operativas antes de intereses e impuestos

b) cobertura de servicios de la deuda = (EBIT) / (intereses + (pagos de capital / (1 - t))

Siendo t igual a la tasa de impuestos a las ganancias. La cobertura de servicios de la deuda, se refiere a la cobertura para el pago de intereses y amortizaciones de capital.

4. Índices de actividad

a) rotación de créditos = ventas netas de impuestos / cuentas a cobrar

b) días de cobranza = (cuentas a cobrar* / ventas*) x 365

* ambas cuentas sin IVA

b) rotación de inventarios = CMV / inventarios

Siendo CMV el costo de las mercaderías vendidas.

c) días de venta = rotación de inventarios x 365

d) rotación de proveedores = compras* / deudas comerciales*

e) días de pago = rotación de proveedores x 365

* ambas cuentas sin IVA

METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS PARA TITULOS DE DEUDA PRIVADA, EMPRESAS Y PRESTAMOS BANCARIOS	UNTREF 2014
UNTREF AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA	Página 31 de 31

5. Índices de rotación de activos

a) de activo fijo = $\text{ventas}^* / \text{activo fijo}$

b) de activo corriente = $\text{ventas}^* / \text{activo corriente}$

c) de inventarios = $\text{ventas}^* / \text{inventarios}$

* sin IVA

6. Índices de rentabilidad

a) margen de utilidad = $\text{utilidad neta} / \text{ventas}^*$

*sin IVA

b) ROA = $\text{utilidad neta} / \text{activo total}$

ROA es el retorno sobre activos

c) ROE = $\text{utilidad neta} / \text{patrimonio neto}$

ROE es el retorno sobre el patrimonio neto

Un indicador importante para desagregar el comportamiento de ambos índices, combinados con el apalancamiento, es el Índice de Dupont.

d) Dupont = $(\text{utilidad neta} / \text{ventas}) \times (\text{ventas} / \text{activo total}) \times (\text{activo total} / \text{patrimonio neto})$

7. Determinación de la creación de valor (EVA)

A efectos de obtener la creación de valor propia del negocio, se utilizara el siguiente procedimiento:

a) creación de valor = $\text{NOPAT} - (\text{CPPC} \times \text{Activos productivos})$

NOPAT es la utilidad operativa después de impuestos, equivalente al ROIC x Activos productivos

ROIC es el rendimiento de los activos productivos

CPPC es una medida del costo promedio ponderado del capital