



**SOLVENTA &
RISKMÉTRICA**
CALIFICADORA DE RIESGOS

MANUAL DE CALIFICACIÓN DE EMPRESAS Y/O EMISIONES DE ACCIONES Y BONOS REALIZADAS POR EMISORAS

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIÓN

Noviembre 2024

Índice del Manual

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las empresas y/o emisiones de acciones y bonos.....	2
Aspectos Considerados en la Calificación de Empresas y/o sus Emisiones.....	4
I. Calificación de la solvencia global de la empresa	4
Aspectos Cualitativos del Análisis.....	4
Entorno Económico	4
Características de la Industria	5
Características de la Administración y Propiedad	5
Características de la Empresa.....	6
Características de la Gestión	7
Aspectos Cuantitativos del Análisis	8
Posicionamiento y competitividad	8
Desempeño operativo	8
Liquidez y financiamiento	9
Márgenes de utilidad y rentabilidad.....	9
Solvencia y endeudamiento	10
Matriz de Riesgos	10
Tabla de ajuste.....	11
Grupo económico	11
Calificación de la Solvencia	11
Categorías de Calificación de la solvencia de la empresa	12
Tendencia de la Calificación de solvencia	13
II. Calificación de la emisión (instrumento) de acciones y títulos de deuda	13
Tabla de valoración del instrumento	14
Calificación del instrumento	14
Hechos relevantes	15
Categorías de Calificación del instrumento	15
Tendencia de la Calificación del instrumento.....	18
Bibliografía.....	19

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las empresas y/o emisiones de acciones y bonos

El presente Manual describe la metodología general que Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (S&R), emplea en la calificación de los riesgos a los que están expuestos las empresas, con el objetivo principal de evaluar y medir el grado de la solvencia, en términos de su capacidad de endeudamiento y de cobertura de sus obligaciones. Al respecto, ***la calificación de la solvencia de la empresa es una medida relacionada con factores estructurales de mediano y largo plazo***, que afectan su evolución y su sostenibilidad en el tiempo, en cuanto a su capacidad para seguir apalancando el negocio.

Por su parte, ***la calificación del título emitido (instrumento) se relaciona adicionalmente con el riesgo de crédito de corto plazo***, siendo esta variable afectada además por factores coyunturales y transitorios, que tienen un impacto de corto plazo sobre la situación financiera individual de cada instrumento, en un momento y tiempo determinado. En este sentido, aunque la evaluación de crédito del instrumento se basa mayormente en la solvencia de la empresa, la calificación de la emisión puede diferir de la calificación del emisor, de acuerdo con las características propias del instrumento, así como los hechos relevantes y situaciones puntuales que pueden afectar a una emisión en particular.

El objetivo general de la calificación otorgada tanto al emisor como a la emisión, es medir y calificar los principales riesgos a los que están expuestos las empresas, así como su capacidad para seguir apalancando el negocio, y seguir financiando sus operaciones, manteniendo adecuados indicadores financieros, considerando para ello aspectos tanto cuantitativos como cualitativos, referentes a la empresa, a la industria a la que pertenece y a la economía en general. Aunque la calificación del instrumento se relaciona con el riesgo de crédito, la calificación otorgada no es una medida exacta sobre la probabilidad de incumplimiento de deudas, ya que no se garantiza la calidad crediticia del deudor (emisor).

El ejercicio y contraste analítico que se realiza al efectuar la calificación de riesgos, se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, de manera a determinar la capacidad de gestión de la empresa, su desempeño operativo y financiero, y las características del instrumento, para lo cual, se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la compañía aporte voluntariamente, no siendo responsabilidad de S&R, la verificación de la autenticidad de las mismas.

La calificación no es una auditoría realizada a la empresa, por lo que S&R no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la empresa de manera voluntaria. La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones y la gestión más adecuada de los riesgos tomados por los acreedores.

Cabe señalar que las calificaciones de riesgo son opiniones fundadas, que incluyen evaluaciones subjetivas de los analistas y del Comité de Calificación. Estas opiniones son fundadas, puesto que la opinión está basada en un análisis objetivo profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Son subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos, para evaluar los riesgos a los que están expuestas las empresas.

La calificación de riesgos no es un procedimiento mecánico, sino que implica el cuidadoso uso de elementos objetivos, como también criterios sistemáticos de evaluación de situaciones complejas, donde la formación y la experiencia de los analistas, evaluadores e integrantes del Comité de Calificación, desempeñan un papel importante. Sin embargo, el uso adecuado de herramientas analíticas y matrices de riesgos, sumado a un procedimiento metodológico y sistemático, maximizan el juicio experto y minimizan el margen de subjetividad en la evaluación.

S&R podrá asistir a los inversores y otros usuarios de las calificaciones de riesgo que emite, para el estudio y desarrollo de un mayor entendimiento de las calificaciones de riesgo, mediante la comunicación abierta de las calificaciones en lenguaje claro y simple, exponiendo, entre otras cosas, la naturaleza y las limitaciones de las calificaciones de riesgo. S&R no utilizará o implicará que la regulación y control a la que está sujeta por parte de la Superintendencia de Valores, significa que este Regulador apoya o certifica las calificaciones de riesgos que S&R emite.

Tanto este Manual de Calificación de empresas y/o emisiones, como los otros manuales de S&R, están sujetos a cambios continuos de perfeccionamiento, basados en la acumulación de experiencias concretas de calificación, así como a cambios en las normativas vigentes, por lo que deben ser considerados como documentos y técnicas en continuo desarrollo y mejoramiento. No obstante, S&R siempre anunciará públicamente el cambio de su metodología de calificación, antes de que surjan efectos sobre la calificación de las empresas o sus emisiones.

Las calificaciones de S&R están basadas en el cumplimiento de un Código de Conducta y Ética, que recoge los Principios fundamentales que deben regir las operaciones y actividades de calificación de riesgos de crédito por parte de las empresas de calificación, de conformidad con la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que, en marzo de 2015, emitió el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (CRA). Solventa&Riskmétrica S.A. considera que la correcta aplicación de los Principios del CRA, es la base de la aplicación de metodologías específicas de calificación, destinadas a entidades u obligaciones en particular.

Esta versión del Manual de Calificación de empresas y/o emisiones, fue aprobada por el Comité de Calificación en sesión de fecha 25 de Noviembre de 2024. Esta actualización del Manual, incorpora cambios a fin de ajustar y adaptar a las mejores prácticas y técnicas de evaluación, en línea con la metodología utilizada por S&R. Asimismo, este Manual se enmarca en la normativa vigente establecida según Ley 3899/09 de las Calificadoras de Riesgo, Ley 5810/17 del Mercado de Valores y Res. CNV CG 35/23 que aprueba el Reglamento General del Mercado de Valores.

Aspectos Considerados en la Calificación de Empresas y/o sus Emisiones

S&R evalúa aspectos cualitativos y cuantitativos que conducen a determinar, en primera instancia, una calificación de solvencia global de la empresa (emisora o no emisora), cuyo análisis sirve de base para la calificación de títulos valores de oferta pública, donde adicionalmente se consideran las características particulares de cada emisión (programa o instrumento). De esta forma, la calificación de la solvencia podrá o no ser la misma que la calificación del instrumento, dependiendo de las características y condiciones especiales de cada tipo de emisión.

I. Calificación de la solvencia global de la empresa

La calificación de la solvencia global resulta de la evaluación y valoración que se haga de diferentes aspectos analizados dentro del proceso de calificación, teniendo en cuenta los principales riesgos inherentes al negocio de la empresa, así como los factores internos y externos que influyen sobre su situación financiera y económica.

El objetivo de la evaluación es medir la capacidad de endeudamiento de la empresa, así como la capacidad de generar flujos y resultados favorables para cubrir las obligaciones, considerando el efecto de la deuda total de la empresa, respecto a los principales indicadores financieros de solvencia, endeudamiento, liquidez y rentabilidad.

Se exponen a continuación las pautas y elementos que se consideran a lo largo del análisis, sin que estos constituyan una lista exhaustiva y definitiva:

Aspectos Cualitativos del Análisis

Los siguientes aspectos cualitativos que S&R considera en su análisis, constituyen una parte fundamental de la evaluación de riesgos de la empresa. Estos factores son críticos para evaluar las habilidades de gestión de la empresa, incluyendo sus aspectos financieros, operativos y de gestión de riesgos, y juegan un papel importante en la evaluación de las fortalezas y debilidades intangibles de una empresa.

Se presenta a continuación una lista de los principales factores e indicadores, que la Calificadora considera en el análisis cualitativo de las empresas. Este análisis se realiza mediante la medición y cuantificación de los siguientes aspectos.

Entorno Económico

1. Se evalúa la coyuntura y la perspectiva de la economía en general, para determinar el grado de impacto de los factores económicos en el desarrollo y desempeño de la empresa. Asimismo, se considera el grado de correlación entre la economía y el sector al cual pertenece la empresa.

2. Se evalúa la coyuntura y la perspectiva del sector económico al cual pertenece el rubro y el mercado de la empresa. Se analiza la tendencia del sector y se evalúan las estimaciones a corto y mediano plazo. Asimismo, se considera su impacto en el desempeño del negocio, así como su grado de correlación con el desarrollo de la empresa.
3. Se evalúa la existencia de políticas públicas y/o reglamentos especiales de la entidad fiscalizadora, y el grado de evolución y progreso del conjunto de normativas vigentes, que podrían tener un impacto sobre el desarrollo y el desempeño del mercado y de la empresa.

Características de la Industria

4. Se evalúa la coyuntura y perspectiva económica de la industria. Se evalúa el tipo de sector económico y su tendencia. Además se identifica la fase en la que se encuentra la industria donde opera la empresa. Una industria puede estar en etapa de crecimiento, estable o decreciente. Asimismo, se considera la existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales o estén relacionados con éstos. Las dinámicas de la industria en la que opera la empresa son cruciales para entender que riesgos enfrenta.
5. Se evalúa la sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipos de cambio reales, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Bruto Interno, regímenes tarifarios, y otras variables que se estimen adecuadas, así como la rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía. Hay sectores industriales, en particular los de exportación, que son muy sensibles a unas pocas variables relativas a la apertura de mercados externos y a los tipos de cambios reales.
6. Se analiza el grado y la naturaleza de la competencia, así como el grado de apertura de la industria y 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 a la proporción del mercado que ha obtenido la empresa. Riesgo de sustitución de productos o existencia de bienes complementarios nacionales o internacionales. Se consideran las características institucionales de la industria. Existencia de barreras de entrada y salida; de 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.

Características de la Administración y Propiedad

Se evalúan los siguientes aspectos:

1. Composición del capital accionario. Se evalúa el grado de apertura de la empresa, así como la participación de la clase de accionistas (ordinario con voto o preferida sin voto). Se considera si es una empresa familiar o posee un grado de apertura hacia un modelo más corporativo y profesional. Se tendrá en cuenta el grado y la política de fortalecimiento patrimonial y/o de capitalización y distribución de dividendos.
2. Cualidades de los accionistas y su nivel de experiencia e involucramiento en la conducción de la empresa. Antecedentes de los ejecutivos, tales como sus años de experiencia en el sector, antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio. También, se podrán recabar antecedentes de personas jurídicas que participen en la empresa, y su grado de vinculación con los accionistas. Las características de la administración relacionadas a la experiencia en el tipo de negocios y la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio.
3. Gobierno corporativo. Se tomarán en cuenta aspectos tales como la concentración de la propiedad; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa; el grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserto el emisor; la importancia estratégica de éste en el grupo; y cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio, y que no estuviese incluido en las secciones anteriores.

Características de la Empresa

Se evalúan los siguientes aspectos:

1. Estrategia y perfil del negocio. El perfil de negocio desarrollado en cuanto a su segmento objetivo, definición clara del mercado objetivo y del modelo de negocios, así como de los riesgos inherentes, políticas de comercialización y crédito, crecimiento y expansión, así como los esquemas tecnológicos, industriales, operativos y de financiamiento de operaciones. Contratos obtenidos y en ejecución que puedan sostener la generación del flujo de caja y estimado hacia futuro. Se evalúa el liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de productos o servicios, políticas de inversión en investigación y desarrollo, canales de venta, etc. Se considera el grado de diversificación del portafolio de productos y servicios.
2. Infraestructura y Recursos Humanos. Disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos. La existencia de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos humanos necesarios para la operación a costos competitivos. Los sistemas de administración y planificación, unidos a los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial. La estructura de la organización y la existencia de políticas, procedimientos, comités, etc., que

ayuden en la gestión de la compañía. El nivel de funcionalidad y eficiencia, así como los canales de comunicación y supervisión

3. **Procesos y Sistemas.** Características de la tecnología empleada por la empresa. Se evalúa la existencia de procesos automatizados con sistemas informáticos, que permitan registrar en forma integral las operaciones del negocio. Se evalúa el ambiente tecnológico y el grado de seguridad informática. Se considera la existencia de manuales y políticas debidamente reglamentados e implementados, así como el grado de automatización y control de los procesos.
4. **Logística, distribución y comercialización.** Se evalúa la red de distribución y logística de los productos. Características de productos ofertados, consistentes por ejemplo, en bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños). El nivel de abastecimiento de productos y relacionamiento con proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, así como su disponibilidad, 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, u otros. El esquema de financiamiento alcanzado, y características particulares del relacionamiento proveedor-cliente.

Características de la Gestión

Se evalúan los siguientes aspectos:

1. **Gestión de liquidez.** Se analiza el grado de efectividad en la gestión del riesgo de liquidez, así como la inversión en activos de rápida liquidez o el grado de inmovilización de recursos. Se evalúan las acciones y medidas implementadas, los procesos y las políticas del manejo de la liquidez, así como la existencia de herramientas de análisis que permitan el control y seguimiento de la liquidez de la empresa. Asimismo, se considera la existencia de políticas y planes de contingencia.
2. **Gestión de crédito.** Se analizan los procesos y las políticas de evaluación para ventas a crédito, así como los procesos de cobranza de las cuentas por cobrar y los deudores por ventas a crédito, así como los procedimientos para operaciones vinculadas con partes relacionadas y de recuperación o cobranzas. Se considera las medidas preventivas, como políticas o prácticas de constitución de provisiones y reservas y de contención de la morosidad.
3. **Gestión operacional.** Se evalúan los procesos y las políticas de control de las operaciones del negocio, así como el grado de sistematización y reportes de los procesos operativos y administrativos. Se considera la capacidad de gestión para controlar y mantener una estructura operativa eficiente, o la mitigación de riesgos inherentes.

4. Gestión de calidad. Se evalúan los procesos y políticas de gestión de calidad, respecto a la atención de clientes y proveedores, así como la calidad de los productos y servicios ofrecidos, así como en términos de producción. Asimismo, se considera si la empresa posee certificación de calidad de los procesos clave, así como el grado de cumplimiento de los requisitos para mantener actualizada dicha certificación.
5. Control interno. Se consideran los mecanismos de control existentes, en particular si la compañía tiene normas de gestión en materia de control interno, aprobadas y aplicadas dentro de la empresa, y si se cuenta con auditoría interna y externa, y el grado de cumplimiento de sus planes.

Aspectos Cuantitativos del Análisis

A través de una amplia y detallada revisión analítica, S&R buscará contar con conclusiones claras, acerca del desempeño histórico y de la situación financiera actual de la empresa calificada, evaluando la interrelación de diferentes parámetros cuantitativos.

El paso siguiente consiste en el desarrollo de tendencias y expectativas, respecto de los indicadores y resultados financieros esperados para una compañía en particular. La evaluación cuantitativa se fundamenta mayormente sobre los principales indicadores financieros, en relación con su propia evolución y con respecto a empresas similares.

Se presenta a continuación una lista de los principales factores e indicadores, que la Calificadora considera en el análisis cuantitativo de las empresas. Este análisis se realiza mediante la medición y cuantificación de los siguientes aspectos:

Posicionamiento y competitividad

1. Participación en la industria. El grado de participación en el segmento donde opera, así como la posición relativa respecto a los principales competidores. Asimismo, se evalúa la evolución de esta participación respecto a la evolución de la competencia.
2. Crecimiento de los activos de la empresa. Se evalúa el crecimiento del negocio y los activos o rubros de crecimiento y su incidencia en el posicionamiento y competitividad. Se considera la variabilidad y magnitud en el crecimiento de los activos, en relación con las ventas y la cartera de deudores por ventas a créditos.

Desempeño operativo

1. Rotación de inventario. Se evalúan los ciclos operacionales del negocio, para medir la capacidad de transformación de los inventarios en ventas e ingresos.

2. Rotación de cartera: Se evalúa la capacidad de generación de ingresos en relación con las ventas a crédito y la cartera de clientes.
3. Índice de costos fijos y variables. Se evalúa la estructura de costos de la empresa, en relación con la producción y las ventas, para determinar el grado de productividad del negocio.
4. Eficiencia y apalancamiento operacional. Se evalúa la incidencia de la estructura de costos operativos, en la generación de los márgenes de utilidad operacional, para determinar el grado de eficiencia y de apalancamiento operativo de la empresa.

Liquidez y financiamiento

1. Ratios de liquidez. Se evalúan los niveles de liquidez de la empresa, así como la relación entre los distintos rubros del activo y el pasivo circulante. Se considera la evolución y la tendencia del capital de trabajo de la empresa. Se evalúa también el calce financiero y el calce de monedas.
2. Índice de Flujo de Caja. Se tendrá especial atención con el flujo que generen las ventas y los activos, y su estabilidad en el tiempo, para cubrir las obligaciones y en especial los gastos financieros. Se analizarán la evolución del flujo de efectivo operativo y el nivel de dependencia de recursos de terceros, y las proyecciones de flujo de caja realizadas por la empresa, considerando el calce de ingresos y egresos y su sostenibilidad en el tiempo para el cumplimiento de las obligaciones.
3. Capital de trabajo: Se considera la capacidad de generación de capital operativo, en relación con el volumen de las operaciones y el giro del negocio, considerando el calce financiero estructural entre corto y largo plazo.
4. Estructura de la deuda. Se evalúa la flexibilidad financiera de una compañía en términos de capacidad de acceder a diferentes fuentes de financiamiento, por ejemplo, proveedores, entidades financieras, emisión de títulos de deuda, etc. Se evalúa el grado de concentración de la deuda en el corto plazo, así como el grado de dependencia de la deuda financiera.

Márgenes de utilidad y rentabilidad

1. Índice de ventas e ingresos. Se analiza la capacidad de generación de ingresos operativos de la empresa, así como su tendencia y su evolución respecto a la producción y las ventas.
2. Márgenes de utilidad. Se analizan los márgenes de utilidad bruta y operacional (EBITDA), así como su tendencia y su evolución respecto a la producción y las ventas.

3. Indicadores de rentabilidad. Se evalúan los indicadores de rentabilidad de los activos y del capital, así como la rentabilidad neta y operacional.
4. Resultados no operativos. Asimismo, se considerará la incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios, determinando qué parte de ellos provienen de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.

Solvencia y endeudamiento

1. Índice de solvencia y apalancamiento. Se evalúa la capacidad de la empresa de financiar sus activos y sus inversiones con recursos propios. Se considera la composición del Patrimonio Neto de la empresa, así como la evolución del capital y las reservas. Se analiza la proporción de la deuda con respecto al patrimonio, que se usa para financiar los activos de la empresa.
2. Endeudamiento sobre utilidad y ventas. Se evalúa la capacidad de generación de ventas y utilidades de la empresa, con respecto a la magnitud y crecimiento de la deuda.
3. Ratios de cobertura. Se evalúa la capacidad de la empresa de cubrir las obligaciones y los gastos financieros, con respecto a los ingresos y los márgenes de utilidad.
4. Calidad de activos. Se evalúa la composición de las cuentas por cobrar y el manejo de la cartera morosa o incobrable, así como la existencia de reservas para mitigar los riesgos de incobrabilidad. Asimismo, se considera la composición de los activos productivos y el grado de diversificación de la cartera de créditos.

Matriz de Riesgos

Para determinar la calificación de la solvencia global de la empresa, S&R utiliza una matriz de riesgos con la ponderación de los indicadores cualitativos y cuantitativos que fueron evaluados. Esta matriz produce el puntaje que es utilizado para identificar la calificación en la escala determinada para el efecto. La matriz de riesgos tiene la siguiente ponderación y valoración referencial:

Puntaje Cuantitativo: 60%		Puntaje Cualitativo: 40%	
Posicionamiento y competitividad	1 (10%)	Entorno económico	1 (10%)
Desempeño operativo	2 (15%)	Industria	2 (15%)
Liquidez y financiamiento	3 (20%)	Propiedad	3 (20%)
Rentabilidad	4 (25%)	Empresa	4 (25%)
Solvencia y endeudamiento	5 (30%)	Gestión	5 (30%)
TOTAL	15 100%	TOTAL	15 100%

Cada factor de riesgo tiene sus propios indicadores ponderados según una valoración definida en la matriz, totalizando en conjunto más de 50 indicadores. A su vez ***cada indicador cuantitativo es ponderado y evaluado con respecto a su***

evolución promedio en los últimos años, a rangos específicos y en relación con el peer group. Los indicadores cualitativos son valorados en un rango del 1 al 5 según la siguiente escala referencial: 1 Mínimo 2 Básico 3 Normal 4 Adecuado 5 Óptimo. Dicha ponderación podrá ir cambiando y se irá ajustando en base a la dinámica y la coyuntura de los diferentes mercados y sectores económicos, a fin de reflejar de la mejor manera los principales riesgos de cada empresa.

Tabla de ajuste

Adicionalmente al puntaje obtenido en la matriz de riesgos, **S&R podrá utilizar una tabla de ajuste para la valoración final de algunos aspectos y factores, que por su naturaleza no pueden ser cuantificados o parametrizados**, y tampoco pueden ser comparables con empresas similares o grupos de empresas, por falta de información pública referencial. La siguiente tabla considera los principales factores que serán sumados o restados según sea necesario en cada caso, al puntaje obtenido en la matriz de riesgos:

Suma de puntaje	Resta de puntaje
La empresa forma parte de un grupo económico amplio y diversificado	La empresa forma parte de un grupo económico con alto endeudamiento
La empresa forma parte de un grupo económico con calificación A o superior	La empresa forma parte de un grupo económico con baja calificación
La empresa posee accionistas internacionales con sólido respaldo patrimonial	La empresa es codeudora de otras empresas del grupo
La empresa posee la mayor parte de sus activos no comprometidos	La empresa posee la mayor parte de sus activos comprometidos
La empresa se encuentra en proceso de fusión con otra empresa o grupo económico	La empresa se encuentra en proceso de salida del mercado
La empresa posee poca o nula participación de deuda con terceros y la mayor parte de su capital accionario en acciones ordinarias	La empresa posee importante participación de deuda con terceros y la mayor parte de su capital accionario en acciones preferidas

Grupo económico

S&R evalúa y califica a la empresa, en especial cuando la empresa es la deudora y emisora de los títulos, y la generadora de los flujos para el pago de sus obligaciones, para lo cual se utilizan los estados contables y financieros de la empresa, así como sus informaciones y datos sobre el negocio particular de dicha empresa. Por tanto, **no se califica al grupo económico donde forma parte la empresa**, sino que más bien, se utiliza el balance consolidado de la empresa, como una información adicional, para el análisis financiero integral de la empresa.

Calificación de la Solvencia

Finalmente, **la calificación de solvencia global otorgada a una empresa resultará de la vinculación y combinación de los análisis realizados precedentemente, en base al puntaje generado por la matriz y a los ajustes realizados**, con las consideraciones finales y el juicio experto tanto de los analistas como de los miembros del Comité de Calificación. Esta opinión final deberá estar enmarcada dentro del contexto

producido por la matriz, pudiendo contener valoraciones subjetivas que estén debidamente justificadas.

No obstante, es necesario considerar y aclarar que diversos factores tanto externos como internos, no considerados en la matriz y en la calificación otorgada, pueden llevar a la empresa calificada a situaciones imprevistas hasta la insolvencia (default).

Categorías de Calificación de la solvencia de la empresa

S&R utiliza las siguientes categorías en las calificaciones de solvencia global de una empresa:

Categoría AAA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellas entidades que cumplen con políticas de administración del riesgo y cuentan con una alta capacidad de pago, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con políticas de administración del riesgo, buena capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con capacidad para el pago de sus obligaciones, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en debilidades financieras transitorias.

Categoría B: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con un mínimo de capacidad de pago de las obligaciones, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en dificultades para atender necesidades de liquidez inmediatas.

Categoría C: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con una capacidad de pago suficiente, existiendo elevado riesgo de incumplimientos.

Categoría D: Corresponde a aquellas entidades que presentan un acentuado deterioro económico y financiero, registran indicadores de insolvencia, en situación de convocatoria de acreedores, o quiebra.

Categoría E: Corresponde a aquellas entidades que no poseen información suficiente o no tienen información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el sufijo “py”, para todas las categorías de la solvencia de la empresa.

S&R incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

Estas categorías serán utilizadas cuando no se califica una emisión, sino que se califica solamente la solvencia de la empresa, aunque la empresa sea una sociedad emisora y esté registrada en la Superintendencia de Valores. En los casos que se califique una emisión, las categorías utilizadas serán las que correspondan a dichas emisiones.

Tendencia de la Calificación de solvencia

Conforme a las perspectivas y expectativas de corto y mediano plazo, en base a los factores que pueden afectar la calificación otorgada, S&R añadirá una apreciación/opinión acerca de la “Tendencia”, por los efectos de cambios en los aspectos cualitativos y cuantitativos previamente señalados, así como en el entorno macroeconómico y el desarrollo de la industria a la que pertenece la empresa.

Se utilizarán los siguientes parámetros para indicar la tendencia de calificación:

1. Fuerte (+): Indica que la calificación puede subir.
2. Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.
3. Sensible (-): Significa que la calificación puede bajar.

Por otro lado, S&R podrá incluir en la perspectiva la frase “en observación” para señalar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo, esto ante un hecho nuevo y relevante que podría desviar prematuramente el comportamiento esperado de la calificación. Al respecto, S&R requerirá información adicional y sustancial para el direccionamiento de la calificación asignada, pudiendo modificarla o no conforme a los resultados de la evaluación. Una calificación en observación podrá contemplarse por un periodo máximo de (6) seis meses.

II. Calificación de la emisión (instrumento) de acciones y títulos de deuda

Para realizar la calificación de la emisión (instrumento) de una empresa emisora, el factor relevante será la calificación de la solvencia global de dicha empresa, pues el análisis de la solvencia en gran medida determina la capacidad de una empresa de cubrir sus obligaciones y seguir apalancando el negocio. A partir del análisis de la

solvencia, S&R considerará las características generales del programa de emisión, principalmente en cuanto al tipo de garantía, destino de los fondos y calendarización de pagos del capital e intereses. Se tendrá una valoración adicional, si el programa de emisión cuenta con garantías reales de hipotecas o bienes instrumentados a través de fideicomisos, de cesión de derechos o bienes, así como avales de personas físicas o jurídicas, y/o resguardos especiales (covenants) que impliquen contractualmente el cumplimiento de ciertos compromisos por parte del emisor.

El flujo de caja de la empresa será un factor fundamental para el análisis de la capacidad de pago de la empresa, siendo estos flujos la principal fuente de ingresos y de repago de la deuda, para lo cual se tendrá en cuenta el grado de generación y mantenimiento de flujos operativos superavitarios, así como la estructura financiera, el grado de concentración del calendario de vencimiento de sus obligaciones y la flexibilidad de financiamiento, para hacer frente a contingencias e imprevistos. Para el efecto, el flujo de caja deberá estar elaborado en base a supuestos razonables, coherentes con la capacidad de crecimiento de la empresa y con su estructura financiera.

Tabla de valoración del instrumento

Adicionalmente al puntaje obtenido en la matriz de riesgos para la solvencia de la empresa emisora, S&R utilizará una tabla de valoración para alcanzar el puntaje final del instrumento, en base a sus características especiales. La siguiente tabla considera los principales factores que serán sumados o restados según sea necesario en cada caso, al puntaje obtenido para la solvencia en la matriz de riesgos:

Suma de puntaje	Resta de puntaje
El instrumento posee codeudoría solidaria de los accionistas y/o covenants especiales	Nueva deuda/Deuda >1 Nueva deuda/Deuda Fin>1
El instrumento posee codeudoría solidaria de una empresa con garantía de flujos futuros y/o fideicomiso de administración	Nueva deuda/Capital >1 Nueva deuda+Deuda/PN>2
El instrumento posee garantía real de hipoteca y/o fideicomiso de garantía y administración	Flujo de caja operativo insuficiente Concentración del flujo de caja
El destino de los fondos mejora la situación de liquidez y fortalece la estructura financiera de la empresa	El destino de los fondos es para renovar deuda con deuda, con efecto en el deterioro de la estructura financiera

Calificación del instrumento

Finalmente, ***la calificación del instrumento resultará de la combinación entre la matriz de riesgos de la solvencia de la empresa y la tabla de valoración del instrumento,*** con las consideraciones finales y el juicio experto tanto de los analistas como de los miembros del Comité de Calificación. De esta forma, la calificación expuesta y publicada en el Informe será exclusivamente la del instrumento, sin necesidad de hacer mención de la categoría asignada a la solvencia, ya que esta última forma parte del proceso de la calificación final del instrumento.

Esta opinión final deberá estar enmarcada dentro del contexto producido por la matriz y la tabla de valoración, pudiendo contener adicionalmente valoraciones subjetivas que estén debidamente justificadas. La calificación final otorgada por el Comité podrá diferir del puntaje total, dentro de un rango razonable en virtud a valoraciones subjetivas y hechos relevantes, en relación con la empresa o sus accionistas.

No obstante, es necesario considerar y aclarar que diversos factores tanto externos como internos, no considerados en la matriz y en la calificación otorgada, pueden llevar a la empresa calificada a situaciones imprevistas hasta la insolvencia (default).

Hechos relevantes

La calificación del instrumento podrá ser revisada ante la ocurrencia de un hecho relevante, ***en especial cuando la empresa registra atrasos en los pagos de los cupones, por motivo de problemas transitorios de caja, por lo que podrá incluir en la perspectiva la frase “en observación” para señalar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo.*** En caso de que estos atrasos sean recurrentes, reflejando una eventual debilidad financiera de la empresa, la calificación deberá ser revisada, en cuyo caso ***el riesgo de crédito de corto plazo deberá primar sobre la cobertura de largo plazo.*** En estos casos el riesgo de crédito y liquidez de corto plazo tendrán mayor ponderación que la solvencia de largo plazo. Se podrá utilizar la categoría “En observación” para los casos que requieran mayor análisis e información. Adicionalmente, se incorporarán las consideraciones finales y el juicio experto tanto de los analistas como de los miembros del Comité de Calificación. Esta opinión final deberá estar enmarcada dentro del contexto producido por la matriz y la tabla de valoración, así como el peso relativo de los hechos relevantes, pudiendo contener adicionalmente valoraciones subjetivas que estén debidamente justificadas.

Categorías de Calificación del instrumento

S&R utiliza las siguientes categorías en las calificaciones de los programas de emisión de acciones y de títulos de deuda:

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero

ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos con significativo riesgo crediticio que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos de alto riesgo crediticio que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

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

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

Por otra parte, S&R incorpora las siguientes categorías o niveles para la calificación de la emisión de títulos de deuda de corto plazo:

AAAc: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

AAc: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Ac: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es

susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BBBcp: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BBcp: Corresponde a aquellos instrumentos con significativo riesgo crediticio que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero enfrenta constante incertidumbre y exposición ante situaciones adversas financieras, económicas o del negocio, lo que pueda llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros.

Bcp: Corresponde a aquellos instrumentos con alto riesgo crediticio que son vulnerables y tienen características especulativas significativas. El deudor tiene actualmente la capacidad de cumplir sus compromisos financieros; sin embargo, enfrenta importantes incertidumbres en curso que probablemente perjudicarían la capacidad o voluntad del deudor para cumplir con sus compromisos financieros.

Ccp: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

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

Ecp: No se posee información suficiente o información representativa para el período mínimo exigido para la calificación.

Por último, S&R incorpora las siguientes categorías para la calificación de la emisión de títulos accionarios por parte de sociedades de capital abierto:

AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un alto nivel de solvencia, y muy buena capacidad de generación de utilidades, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un alto nivel de solvencia, y buena capacidad de generación de utilidades, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un buen nivel de solvencia, y aceptable capacidad de generación de utilidades, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente nivel de solvencia, y una débil capacidad de generación de utilidades, lo cual le hace susceptible de debilitación ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un nivel de solvencia susceptible, y una débil capacidad de generación de utilidades, lo cual le hace susceptible de debilitación ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un bajo nivel de solvencia, e incierta capacidad de generación de utilidades, lo cual le hace susceptible de debilitación ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en dificultades para atender necesidades de liquidez inmediatas.

C: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con un muy bajo nivel de solvencia, sin capacidad de generar utilidades, lo cual le hace susceptible de debilitación ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

D: Corresponde a una situación de insolvencia, convocatoria de acreedores, o quiebra.

E: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, es decir sin información suficiente

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el prefijo “py”, para todas las categorías y tipos de instrumentos.

S&R incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo.

Tendencia de la Calificación del instrumento

Conforme a las perspectivas y expectativas de corto y mediano plazo, en base a los factores que pueden afectar la calificación otorgada, S&R añadirá una apreciación/opinión acerca de la “Tendencia”, por los efectos de cambios en los aspectos cualitativos y cuantitativos previamente señalados, así como en el entorno macroeconómico y el desarrollo de la industria a la que pertenece la empresa.

Se utilizarán los siguientes parámetros para indicar la tendencia de calificación:

1. Fuerte (+): Indica que la calificación puede subir.
2. Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.
3. Sensible (-): Significa que la calificación puede bajar.

Por otro lado, S&R podrá incluir en la perspectiva la frase “en observación” para señalar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo, esto ante un hecho nuevo y relevante que podría desviar prematuramente el comportamiento esperado de la calificación. Al respecto, S&R requerirá información adicional y sustancial para el direccionamiento de la calificación asignada, pudiendo modificarla o no conforme a los resultados de la evaluación. Una calificación en observación podrá contemplarse por un periodo máximo de (6) seis meses.

Además, en casos puntuales de ser necesario, se podrá señalar que existe una alta probabilidad de cambio en la calificación asignada, indicando lo siguiente: “Positivo” para indicar una posible suba, “Negativo” en caso de una probable baja, o “en evolución” cuando no es posible determinar la dirección del probable cambio. Dicha señalización (alerta) deberá estar contemplada en la metodología respectiva.

Bibliografía

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), (marzo de 2015). *“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”*, (Código de Conductas Fundamentales para Agencias de Calificaciones de Riesgos de Crédito) (CRA).

Solventa & Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (2024). *“Código de Ética y Conducta”* aprobado por el Directorio de la entidad el 21 de febrero de 2024.

Martin, Duncan (2008). “Managing risk in extreme environments”. Kogan Page.

Standard & Poor’s Fundamentals of Corporate Credit Analysis por Blaise Ganguin y John Bilardello (McGraw-Hill edición 2005)

Credit Risk Modelling por David Jamieson Bolder (Banco Mundial edición 2018)

Corporate Financial & Risk Analysis por Andrew Lacey (edición 2016)
