



MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS DE TITULARIZACIÓN

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIONES

Noviembre 2024

Índice del Manual

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de los fideicomisos financieros....	2
Aspectos generales considerados en la calificación de los fideicomisos financieros de titularización	4
Aspectos Cualitativos del Análisis del Fideicomiso	4
Aspectos Cualitativos del Análisis del Fideicomitente	5
Entorno Económico	5
Características de la Industria	5
Características de la Administración y Propiedad	6
Características de la Empresa.....	7
Características de la Gestión	8
Aspectos Cuantitativos del Análisis del Fideicomitente	9
Posicionamiento y competitividad	9
Desempeño operativo	9
Liquidez y financiamiento	10
Márgenes de utilidad y rentabilidad.....	10
Solvencia y endeudamiento	11
Matriz de Riesgos del Fideicomitente.....	11
Tabla de ajuste de la evaluación cualitativa del Fideicomiso	12
Grupo económico	12
Calificación de la Solvencia del Fideicomiso.....	13
Calificación de la emisión (instrumento) de títulos de deuda del fideicomiso de titularización ..	13
Tabla de valoración del instrumento	13
Calificación del instrumento	14
Hechos relevantes	14
Categorías de Calificación del instrumento	15
Tendencia de la Calificación del instrumento.....	17
Bibliografía.....	18

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de los fideicomisos financieros de titularización

Este documento describe la metodología que Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (S&R) emplea en la calificación de los fideicomisos financieros de titularización, basada en los riesgos a los que están expuestos los fideicomitentes generadores de los flujos de repago de las obligaciones emitidas, así como de las garantías y los patrimonios autónomos que conforman el fideicomiso. De esta forma, la calificación se realiza sobre la solvencia y la gestión de los fideicomitentes y fiduciarios, y sobre los instrumentos emitidos con garantía fiduciaria.

El objetivo de la calificación otorgada es medir y calificar los fideicomisos financieros, en base a la estructura y calidad del patrimonio autónomo, y su capacidad de pago para cumplir con las obligaciones pendientes y futuras, en especial respecto a los títulos de deuda emitidos con garantía del patrimonio autónomo, considerando para ello aspectos tanto cuantitativos como cualitativos, referentes a los fideicomitentes y/o beneficiarios generadores de los flujos de repago de dichas emisiones. Este análisis considera especialmente la gestión operativa y financiera de los fideicomitentes, en el marco de los factores internos y externos que afectan a la empresa, así como su situación patrimonial respecto a su desempeño y la calidad de sus activos.

La evaluación de riesgos se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, de manera a determinar la capacidad de pago de la empresa fideicomitente, medida por el grado de solvencia de la misma, para lo cual, se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la empresa aporte voluntariamente, incluyendo los balances que han sido presentados al regulador y supervisor, los que requieren de auditoría externa, no siendo responsabilidad de S&R la verificación de la autenticidad de la misma.

El análisis se basa en información a una fecha de corte específica, considerando la evolución de la situación operativa y financiera de la empresa fideicomitente a lo largo del tiempo. Por tanto, más que el reflejo de una situación puntual, las calificaciones de riesgo reflejan una trayectoria, y en especial, las perspectivas del fideicomiso en cuanto a los riesgos a los que están expuestos. Esta evolución de la situación financiera y patrimonial, es contrastada con la tendencia de los principales indicadores de gestión de la empresa fideicomitente, con otras entidades similares y con el sector donde opera.

La calificación no es el resultado de una auditoría realizada al fideicomiso, 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 y/o el fideicomiso 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.

La calificación es una opinión técnica debidamente fundada, que incluye evaluaciones subjetivas del Comité de Calificación. Es una opinión fundada porque la opinión está basada en un análisis profesional objetivo, de la información tanto cuantitativa como cualitativa. Es al mismo tiempo una opinión subjetiva, porque no es 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 expuestos los bancos, empresas financieras y otras entidades de crédito.

La calificación no es un procedimiento mecánico, sino que implica el cuidadoso uso de elementos objetivos, así como 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. No obstante, es necesario considerar que diversos factores tanto externos como internos, no considerables en la calificación otorgada, pueden llevar a la empresa calificada a la insolvencia.

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). S&R 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.

Tanto este Manual de Calificación de los fideicomisos financieros de titularización, como los otros manuales de S&R, están sujetos a cambios continuos de perfeccionamiento, basados en la acumulación de experiencias concretas de calificación, por lo que deben ser considerados como documentos y técnicas en continuado desarrollo y perfeccionamiento. No obstante, S&R siempre anunciará públicamente el cambio de su metodología de calificación antes de que surjan efectos sobre la calificación otorgada.

Esta versión del Manual de Calificación de fideicomisos financieros de titularización, 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 generales considerados en la calificación de los fideicomisos financieros de titularización

En el proceso de análisis y calificación, S&R evalúa aspectos cualitativos y cuantitativos vinculados al fideicomiso, que finalmente conducen a determinar la calificación final de la emisión estructurada bajo un contrato fiduciario. Los analistas, team leaders, o miembros del Comité de Calificación podrán aumentar o disminuir la profundidad del análisis conforme a las características de un determinado fideicomiso de garantía y/o titularización. Sin que constituya una lista exhaustiva, se exponen a continuación las pautas y elementos que se consideran a lo largo del análisis.

Aspectos Cualitativos del Análisis del Fideicomiso

Los siguientes aspectos cualitativos que S&R considera en su análisis son fundamentales, para observar y evaluar la gestión de resultados y de riesgos del fideicomiso en general, en especial del fideicomitente generador del flujo de repago de la deuda, cuyos aspectos intangibles juegan un papel importante en la evaluación de la capacidad de pago del fideicomiso.

a) Composición del Patrimonio Autónomo

Se evalúa la calidad de los activos que conforman el patrimonio autónomo del fideicomiso, así como el desempeño que han tenido histórica y/o actualmente, conforme a las características de los mismos. En este punto, se evalúan los riesgos de los activos fideicomitados, que eventualmente puedan condicionar la realización de los ingresos para el repago de las obligaciones. Adicionalmente, S&R evaluará las garantías en términos de las valoraciones y/o tasaciones que existan y/o manifestaciones de bienes en carácter de declaración jurada, y tendrá en cuenta la capacidad de cumplir con las relaciones mínimas de cobertura establecidas en los contratos de fideicomisos.

b) Evaluación del Originador

En el proceso de evaluación de las características del fideicomiso, se torna importante analizar al fideicomitente en su rol de originador de los activos que conforman el patrimonio, y en su capacidad de mantener el valor de los activos fideicomitados.

c) Análisis del Agente Fiduciario

Al analizar al agente administrador fiduciario, S&R tendrá en cuenta la experiencia que el agente demuestre en este rubro, así como la composición de su estructura organizacional que le permita realizar un seguimiento adecuado a todo lo pactado en el contrato fiduciario, generar reportes en tiempo y forma, y analizar debidamente la evolución presente y futura del fideicomiso y de fideicomitente. También se tendrá en cuenta el respaldo institucional de los accionistas y la calificación de riesgo del agente fiduciario.

Aspectos Cualitativos del Análisis del Fideicomitente

Los siguientes aspectos cualitativos que S&R considera en su análisis, constituyen una parte fundamental de la evaluación de riesgos de la empresa fideicomitente. Estos factores son fundamentales 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 la empresa fideicomitente. 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

1. 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.

2. 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.
3. 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; etc.

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 del Fideicomitente

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

Al respecto, S&R evaluará si los ingresos de los activos fideicomitados, de acuerdo con la calidad de los mismos, y el flujo de caja generado por el fideicomitente, permitirían saldar las obligaciones del cronograma de amortizaciones del programa de emisión global.

Se presenta a continuación una lista de los principales factores e indicadores, que la Calificadora considera en el análisis cuantitativo de la empresa fideicomitente. 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, con 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 del Fideicomitente

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 de la evaluación cualitativa del Fideicomiso

Adicionalmente al puntaje obtenido en la matriz de riesgos, *S&R utilizará una tabla de ajuste para la valoración final de la solvencia del fideicomiso*. La siguiente tabla considera los principales factores que fueron analizados, cuyos valores serán incluidos al puntaje obtenido en la matriz de riesgos:

Suma de puntaje	Resta de puntaje
Evaluación cualitativa satisfactoria de la composición del Patrimonio Autónomo	Evaluación cualitativa insatisfactoria de la composición del Patrimonio Autónomo
Evaluación cualitativa satisfactoria del originador de los activos fideicomitidos	Evaluación cualitativa insatisfactoria del originador de los activos fideicomitidos
Evaluación cualitativa satisfactoria del Agente Fiduciario	Evaluación cualitativa insatisfactoria del Agente Fiduciario
La empresa fideicomitente forma parte de un grupo económico amplio y diversificado	La empresa fideicomitente forma parte de un grupo económico con alto endeudamiento
La empresa fideicomitente forma parte de un grupo económico con calificación A o superior	La empresa fideicomitente forma parte de un grupo económico con baja calificación
La empresa fideicomitente posee accionistas internacionales con sólido respaldo patrimonial	La empresa fideicomitente es codeudora de otras empresas del grupo
La empresa fideicomitente posee la mayor parte de sus activos no comprometidos	La empresa fideicomitente posee la mayor parte de sus activos comprometidos
La empresa fideicomitente se encuentra en proceso de fusión con otra empresa o grupo económico	La empresa fideicomitente se encuentra en proceso de salida del mercado
La empresa fideicomitente posee poca o nula participación de deuda con terceros y la mayor parte de su capital accionario en acciones ordinarias	La empresa fideicomitente 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 fideicomitente, en especial cuando la empresa es la deudora y la generadora de los flujos para el pago de los bonos emitidos por el fideicomiso, 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 del Fideicomiso

Finalmente, *la calificación de solvencia global otorgada al fideicomiso, está basada en la evaluación conjunta de la solvencia de la empresa fideicomitente y de las características del fideicomiso, lo cual 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 fideicomitente a situaciones imprevistas hasta la insolvencia (default).

Calificación de la emisión (instrumento) de títulos de deuda del fideicomiso de titularización

Para realizar la calificación de la emisión (instrumento) del fideicomiso de titularización, el factor relevante será la calificación de la solvencia global del fideicomiso, en base a la empresa fideicomitente y las características generales del fideicomiso, pues el análisis de la solvencia en gran medida determina la capacidad para cubrir las obligaciones. 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 suficientes garantías fiduciarias, mediante activos fideicomitados del patrimonio autónomo, en forma de cesión de derechos o bienes inmuebles.

El flujo de caja de la empresa fideicomitente será un factor fundamental para el análisis de la capacidad de pago del fideicomiso, además de los activos fideicomitados, 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 del fideicomiso 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 fideicomitente y/o el fideicomiso, 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 fideicomitente, 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 emisiones instrumentados a través de fideicomisos/titularizaciones:

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.

BBBc: 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.

BBc: 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.

Bc: 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.

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)
