SOLVENTA & RISKMÉTRICA
CALIFICADORA DE RIESGOS

MANUAL DE CALIFICACIÓN DE MUNICIPALIDADES Y SUS EMISIONES

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIÓN

Noviembre 2024

Índice del Manual

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las municipalidades y sus emisiones 2

Aspectos considerados en la calificación de las Municipalidades 4

Aspectos cualitativos del análisis 4

a) Economía local y regional 4

b) Previsibilidad y Marco Institucional 5

c) Transparencia y rendición de cuentas 6

d) Cumplimiento presupuestario y estratégico 7

Aspectos cuantitativos del análisis 7

a) Desempeño financiero 8

b) Flexibilidad presupuestaria 8

c) Liquidez y financiamiento 9

d) Solvencia y Endeudamiento 9

Matriz de Riesgos 10

Calificación de la Solvencia 10

Calificación del instrumento 11

Hechos relevantes 11

Categorías de Calificación del instrumento 11

Tendencia de la Calificación del instrumento 14

Bibliografía 14

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las municipalidades y sus emisiones

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 Municipalidades, 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 Municipalidad 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 financiando sus operaciones.

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 Municipalidad, 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.

La calificación de las emisiones de bonos municipales se basa principalmente en el análisis de la solvencia global, para lo cual se evalúa fundamentalmente la capacidad de gestión presupuestaria del gobierno municipal, en conjunto con el marco político e institucional, a fin de establecer el grado de sostenibilidad de sus finanzas públicas, para honrar sus obligaciones en tiempo y forma. Esta evaluación se realiza considerando que las Municipalidades financian los servicios públicos y las inversiones de capital, principalmente el desarrollo en infraestructura, no sólo con ingresos disponibles provenientes de sus recaudaciones, sino también a través del endeudamiento financiero y del mercado de valores.

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 Municipalidad, la generación de resultados superavitarios y las características del instrumento, para lo cual, se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la institución aporte voluntariamente, no siendo responsabilidad de S&R la verificación de la autenticidad de las mismas.

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). Al respecto, cabe señalar, que diversos factores tanto externos como internos, no considerados en la matriz y en la calificación otorgada, pueden llevar a la entidad calificada a situaciones imprevistas hasta la insolvencia (default).

La calificación no es una auditoría realizada a la entidad calificada, 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 Municipalidad 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.

La calificación es una opinión fundada, que incluye evaluaciones subjetivas de los analistas y del Comité de Calificación. Esta opinión es fundada, puesto que está basada en un análisis objetivo profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Es 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 las Municipalidades.

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.

Tanto este Manual de Calificación de Municipalidades y sus 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 considera que la correcta aplicación de los Principios del CRA, es la base de la aplicación de metodologías específicas de calificación.

Esta versión del Manual de Calificación de Municipalidades y sus 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 las Municipalidades

En el proceso de análisis y calificación de Municipalidades, S&R evalúa y pondera aspectos cualitativos y cuantitativos que finalmente conducen a determinar una calificación final. Los analistas, supervisores, y miembros del Comité de Calificación podrán aumentar o disminuir la profundidad de la búsqueda y recolección de información, así como el análisis conforme a las características de la institución. Sin que constituya una lista exhaustiva, se exponen a continuación las pautas y elementos cuantitativos y cualitativos que se consideran a lo largo del proceso de calificación.

Aspectos cualitativos del análisis

Los siguientes aspectos cualitativos que S&R considera en su análisis, son fundamentales para evaluar la calidad de la gestión del negocio. Estos aspectos incluyen factores internos y externos que afectan la situación general de la compañía, en especial relativos al desempeño operativo abarcando el gobierno corporativo, el ambiente tecnológico, el control interno y la gestión del riesgo integral, y que tienen un papel importante en la evaluación de las fortalezas y debilidades intangibles de una entidad.

a) Economía local y regional

Se evalúa la situación económica regional y del país, y su impacto sobre las finanzas públicas de la Municipalidad, de acuerdo con los siguientes factores:

Fuentes de Ingresos: La capacidad de una municipalidad para generar ingresos depende de su economía local, lo que a su vez determina el origen y la estructura de sus ingresos. Adicionalmente, este factor puede verse alterado si existen transferencias de importancia del gobierno departamental y/o nacional que ayuden a complementar los ingresos que una municipalidad pueda recaudar. Al respecto, se evalúa la participación que tienen las transferencias en relación con los ingresos genuinos dentro de la estructura de ingresos de la municipalidad. Con esto se analiza tanto la naturaleza de la economía local como la naturaleza de tales transferencias. Se evalúa el impacto de las debilidades y las amenazas de la economía local sobre las finanzas municipales, a través de la caída en las recaudaciones o en el incremento de los gastos.

Crecimiento y Diversificación de la Economía: Se analizan las perspectivas de crecimiento y la estabilidad de la economía local, a través de la evolución de las diferentes actividades económicas, el nivel de ingreso, el nivel de desocupación y de empleo, así como sus tasas de crecimiento y su tendencia. El análisis incluye una evaluación del nivel de diversificación económica de un municipio, ya que la diversificación económica provee protección contra efectos adversos de medidas tomadas en economías regionales, las fluctuaciones económicas y una menor capacidad de pago de las obligaciones. Las municipalidades con relativa previsibilidad de sus ingresos y una economía local diversificada, proveen

protección contra fluctuaciones económicas y demuestran que tienen una mayor capacidad para pagar sus obligaciones pendientes y futuras. Esto se analiza en un horizonte coincidente con el plazo de pago de las emisiones de deudas, ya que una alta capacidad de pago presente no garantiza necesariamente, una alta capacidad de pago en el momento de la amortización de la deuda. También se analiza cuáles son las principales fuentes de ingresos y de trabajo dentro del municipio, analizando los sectores de la economía (sector primario, secundario y terciario).

Perfil socioeconómico y demográfico: Los recursos municipales dependen de la demografía y geografía económica local en lo que respecta a las variables que determinan su capacidad de generación de ingresos, que luego puedan destinarse a cubrir diferentes obligaciones. Por ejemplo, si se produce un proceso de migración que hace disminuir la población, se verá afectada la recaudación impositiva y la solvencia del emisor. Así también, entre otros factores evaluados se hallan la tasa de crecimiento de la población local en relación con la del país, el año promedio de educación, tasa de fecundidad y de mortalidad, incluso los años promedios de educación de la población, los cuales están asociados con la capacidad de generar ingresos. También se evalúa la estructura y dinámica de la ciudad de una municipalidad, en cuanto a nivel de importancia de la localización; de áreas residenciales, comerciales, industriales y rurales; el clima, los sectores o tipos de actividades productivas, aspectos de comunicaciones, transporte y de infraestructura en general.

b) Previsibilidad y Marco Institucional

Entorno Político: La evaluación del marco institucional bajo el que opera una Municipalidad se basa en los aspectos políticos, jurídicos y regulatorios, y los antecedentes de los diferentes gobiernos municipales. La evaluación también considera los cambios realizados que probablemente fortalezcan o debiliten el marco institucional. El entorno político es fundamental para el análisis cualitativo, ya que se consideran aspectos de injerencia política, por ejemplo en los casos donde las autoridades políticas y/o regionales, tienen influencia sobre los marcos institucionales bajo los cuales operan los gobiernos municipales, lo cual juega un papel importante sobre la previsibilidad del desempeño financiero y presupuestario de las municipalidades.

Gobierno municipal: La previsibilidad del marco institucional evalúa la frecuencia y el alcance de las reformas que afectan la gestión del gobierno municipal. También incorpora un análisis de las políticas internas y los aspectos jurídicos, que afectan la flexibilidad tributaria y la organización de la entidad, así como el uso y atribuciones del Intendente y la Junta Municipal, respecto a la gestión presupuestaria y las posibilidades de financiamiento, entre otros.

Asimismo, se evalúan los resultados de las reformas y proyectos realizados, con base en su ritmo de implementación y el grado de impacto sobre sus finanzas.

Estructura administrativa: Se evalúan los aspectos referidos al entorno administrativo y organizacional de la entidad, a fin de valorar la incidencia de las prácticas, las políticas y las reglamentaciones sobre la administración y el desempeño presupuestario de la institución. Se toman en cuenta las implicancias y periodicidad de las modificaciones de las políticas fiscales y financieras adoptadas, así como la planificación y la suficiencia de recursos, para cubrir los servicios públicos, respaldar los proyectos de infraestructura y las obligaciones financieras. También se considera la observancia del cumplimiento de los compromisos políticos para mantener una prudente política tributaria y financiera. Se considera la conformación de las juntas municipales, la preponderancia o no de un signo político, el grado de control y la funcionalidad de la junta, además del relacionamiento existente entre la Junta Municipal el Intendente.

c) Transparencia y rendición de cuentas

Sistema contable y tecnológico: Entre los aspectos relevantes, se analizan los sistemas y la naturaleza de las prácticas contables. La solidez de un sistema de finanzas públicas depende de la eficiencia y transparencia de la gestión administrativa, así como de su funcionamiento independiente respecto a las autoridades electas. Los sistemas de contabilidad sólidos y previsibles, por lo general están respaldados por sistemas informáticos y un adecuado ambiente tecnológico, y cuentan con elevados estándares de transparencia y rendición de cuentas, los que son establecidos por ley o están respaldados por la cultura de administración general de la entidad.

Políticas y normativas: Se evalúa la existencia de una regulación nacional de los sistemas de contabilidad del sector público, y su grado de implementación en la Municipalidad, así como la política de rendición de cuentas del gobierno municipal, en base a las regulaciones y leyes vigentes. Asimismo, se evalúa el grado de implementación de normas y procesos de comunicación y rendición de cuentas, así como de auditorías obligatorias o controles externos, y la existencia de adecuados reportes financieros y presupuestarios.

Control interno: Entre los aspectos relevantes, también se analizan los sistemas y la naturaleza de las prácticas contables, así como su impacto sobre las finanzas públicas. Otros factores importantes son la transparencia en la gestión, el rendimiento de las cuentas y el ambiente de control existente, a través de los controles gerenciales, las auditorias gubernamentales o externas privadas, así como de los mecanismos establecidos para el seguimiento de las gestiones.

d) Cumplimiento presupuestario y estratégico

Plan estratégico y de desarrollo: Se evalúa el grado de planificación estratégica de metas y proyectos, así como la existencia de técnicas de monitoreo presupuestario, tanto para el lado de los ingresos como del gasto de operaciones. La elaboración de reportes exhaustivos implica el requerimiento de reportar el desempeño financiero, el balance general, la liquidez y los estados del flujo de efectivo, los activos reales y financieros, la deuda, y la información detallada sobre el cumplimiento presupuestario. También se evalúa la existencia de una planificación financiera sobre las estimaciones de la necesidad de endeudamiento y financiamiento, en el corto y mediano plazo. Asimismo, se evalúa la confiabilidad de la información a través de la existencia de controles de los estados financieros.

Cumplimiento presupuestario: También se evalúan las prácticas y procedimientos para la elaboración de presupuestos, los mecanismos de control de los gastos y la priorización de diferentes proyectos. Adicionalmente, se considera la discrecionalidad en los gastos, niveles de gastos rígidos, evidencias de corrupción, preparación y capacidad profesional de los planteles directivos, técnicas de presupuesto, relaciones laborales, políticas de evaluación del desempeño de los funcionarios, entre otros. Se evalúan las estrategias adoptadas por los Gobiernos Municipales, el historial para la aprobación de presupuestos, cumplimiento de objetivos presupuestarios, y la implementación efectiva de las políticas públicas. Asimismo, se considera la calidad del personal administrativo y gerencial, su experiencia, continuidad y capacidad para implementar las políticas establecidas, así como su capacidad para mantener políticas financieras sostenibles.

Gestión financiera y de riesgos: Otros aspectos relevantes sobre la gestión de las finanzas públicas de las municipalidades, están relacionados con el entorno en que operan las administraciones, la calidad de sus gestiones y el grado de su independencia. En ese sentido, se evalúa la existencia de políticas tributarias y financieras sostenibles, que permitan alcanzar una situación financiera sólida, para el cumplimiento de los servicios públicos, compromisos financieros y necesidades de inversión en infraestructura. Asimismo, se considera la consistencia de las políticas y estrategias adoptadas, y su grado de realización conforme a los planes financieros establecidos para el periodo de gobierno.

Aspectos cuantitativos del análisis

La base para la evaluación de los aspectos cuantitativos, se centra en el comportamiento y evolución de los principales indicadores financieros, como resultado de la gestión de las finanzas públicas de las Municipalidades. Se presenta a continuación una lista de los factores más importantes, que utiliza S&R en su análisis cuantitativo, respecto a la solvencia global de las Municipalidades.

a) *Desempeño financiero*

La evaluación del desempeño financiero mide el nivel y la variabilidad del Resultado Operativo Neto (EBITDA), así como de los flujos de ingresos y egresos corrientes y de capital, provenientes de las operaciones y de sus actividades de inversión. Se evalúa la eficiencia de la política financiera, en base al volumen y tendencia del desempeño presupuestario y los resultados operativos y financieros. Asimismo, se analiza la capacidad de generación de ingresos, en relación con las políticas y limitaciones presupuestarias. Esto permitirá medir si los flujos operativos y de capital son superavitarios, para continuar financiando los servicios públicos y los proyectos de inversión.

El Resultado Operativo es un buen indicador del desempeño financiero, ya que contempla la realización de los flujos de efectivo operativos, respecto a la capacidad de la institución, para financiar sus costos operativos y servicios públicos, con los ingresos recurrentes. Los déficits o resultados operativos ajustados, indican que la Municipalidad tendrá que recurrir al uso de deuda para financiar sus operaciones diarias, ante la falta de una adecuada capacidad de generación de ingresos.

b) *Flexibilidad presupuestaria*

Se analizan varios aspectos que podrían tener impacto en la evolución de los ingresos en el tiempo, como la flexibilidad presupuestaria para aumentar los ingresos y otros derechos, el crecimiento de los ingresos, la estabilidad en su evolución, las diferentes fuentes de ingresos y sus grados de dependencia. Adicionalmente, se evalúa la calidad de los ingresos en cuanto a la morosidad y nivel de evasión, las políticas y limitaciones regionales, la composición en ingresos ordinarios y extraordinarios, generados por la venta de activos fijos, y las transferencias de recursos que existan desde otras entidades públicas, o procedentes de royalties o compensaciones por la explotación de recursos del municipio.

Esto permitirá medir si los flujos de efectivo operativos y de capital existentes son suficientes, para continuar financiando los servicios públicos y proyectos de inversión. En lo que respecta al análisis de los egresos, se analiza la flexibilidad presupuestaria de los gastos operativos y de capital para acompañar las necesidades de cubrir los servicios públicos y de inversión de proyectos. Se evalúa el nivel de crecimiento de los egresos, y las limitaciones propias de los sistemas de administración pública, las fuentes de los egresos y su diversificación, la estabilidad de los egresos, la composición de los egresos y de los gastos de inversión.

c) *Liquidez y financiamiento*

Se analiza la posición de liquidez de una municipalidad para cumplir sus compromisos financieros en función a la disponibilidad de recursos existentes, su capacidad de generación de ingresos genuinos dentro del año, el acceso a otras fuentes de financiamiento como entidades financieras y el mercado de valores, o eventualmente transferencias de entidades públicas. Asimismo, considera la exposición de los activos más líquidos a las volatilidades o estacionalidades existentes, los cuales podrían afectar su capacidad futura de pago.

Adicionalmente, se evalúan los planes de contingencia y las políticas de liquidez y de financiamiento, buscando identificar el grado de disponibilidad de recursos y el acceso a otras fuentes alternativas de financiamiento. También se toman en cuenta la capacidad de endeudamiento, las necesidades futuras de financiamiento y las líneas acordadas con entidades financieras, así como las otorgadas en los últimos años, desglosadas entre financiamiento operativo y no operativo. En este sentido, se observa el grado de dependencia de sus finanzas públicas en créditos bancarios o su financiamiento a través de mercado de valores, o la importancia de las transferencias de recursos desde otras entidades públicas

d) *Solvencia y Endeudamiento*

Se considera la evolución del capital institucional, así como el valor del patrimonio neto de la Municipalidad, en relación con sus activos y su capacidad de generación de ingresos operativos. Es importante que la financiación del gasto de capital y la inversión física, pueda estar acompañada por el fortalecimiento del capital y las reservas, mediante la acumulación de adecuados resultados superavitarios. Asimismo, un indicador clave del perfil de riesgo de la Municipalidad, además de su solvencia patrimonial, consiste en el volumen de su endeudamiento, lo que a su vez permite determinar el grado de flexibilidad financiera de sus finanzas públicas. Al respecto, se evalúa el grado de endeudamiento y cobertura de los servicios de la deuda, en relación con los ingresos y los resultados generados.

El nivel de deuda de una Municipalidad es considerado en conjunto con otros indicadores financieros, relacionados con el costo de fondeo, el resultado operativo, la liquidez y la estructura de ingresos y gastos, de acuerdo al grado de flexibilidad presupuestaria. La capacidad de cumplimiento de las obligaciones, no depende directamente del volumen del endeudamiento, sino que responde al equilibrio financiero y la capacidad de generación de ingresos y obtención de recursos líquidos.

Con base en estos conceptos, el análisis del nivel de endeudamiento de la Municipalidad, se enfoca en el peso de la deuda sobre los activos y el capital institucional, así como respecto a la generación de ingresos operativos y la carga de los intereses, en relación con sus recursos disponibles. En consecuencia, la necesidad de financiamiento está relacionada con la capacidad financiera de la institución, dependiendo de la generación de recursos propios para cumplir con sus obligaciones. Los principales indicadores de deuda que se evalúan, son el índice de deuda total y corriente con respecto a los ingresos totales y corrientes, así como la participación de la deuda financiera respecto al activo.

Matriz de Riesgos

Para determinar la calificación de la solvencia global de la Municipalidad, 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%	
Desempeño financiero	2 (15%)	Economía local y regional	2 (15%)
Flexibilidad presupuestaria	3 (20%)	Marco institucional	3 (20%)
Liquidez y financiamiento	4 (25%)	Rendición de cuentas	4 (25%)
Solvencia y endeudamiento	5 (40%)	Cumplimiento presupuestario	5 (40%)
TOTAL	14 100%	TOTAL	14 100%

Cada factor de riesgo tiene sus propios indicadores ponderados según una valoración definida en la matriz, totalizando en conjunto más de 30 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.

Calificación de la Solvencia

Finalmente, ***la calificación de solvencia global otorgada a una Municipalidad, resultará de la vinculación y combinación de los análisis realizados precedentemente, en base al puntaje generado por la matriz***, 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. Esta calificación de solvencia es la base para calificar la emisión de los bonos emitidos por la Municipalidad.

Calificación del instrumento

Para determinar la calificación de un programa de emisión global de títulos de deuda emitido por una Municipalidad, el factor relevante será la calificación de la solvencia global, pues el análisis de la solvencia en gran medida determina la capacidad que tendría una Municipalidad para cumplir con sus compromisos. Si se analiza una emisión municipal o una emisión garantizada por una municipalidad, la referencia podría ser otras municipalidades y/o datos a nivel país.

Adicionalmente, se considerarán las características generales del programa de emisión, principalmente en cuanto a la consistencia de la estructura y calendarización de pagos del capital e intereses, a la denominación de las emisiones por tipos de monedas, posibilidad de rescate anticipado de títulos, etc. Si el programa de emisión cuenta con garantías de bienes instrumentados a través de fideicomisos de cesión de derechos o bienes, así como avales y/o resguardos que impliquen contractualmente el cumplimiento de ciertos compromisos por parte del emisor, lo mencionado podría mejorar la calificación del programa de emisión, siempre que dichas condiciones contribuyan al mejoramiento de la capacidad de pago del emisor.

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). Al respecto, cabe señalar, que diversos factores tanto externos como internos, no considerados en la matriz y en la calificación otorgada, pueden llevar a la entidad calificada a situaciones imprevistas hasta la insolvencia (default).

Hechos relevantes

La calificación de la solvencia global de la Municipalidad, podrá ser revisada ante la ocurrencia de un hecho relevante, que pueda afectar tanto a la solvencia de la entidad como su capacidad de cumplimiento de sus obligaciones. 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:

AAAcp: 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.

AAcp: 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.

Acp: 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.

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 mediano y largo plazo, se añadirá una apreciación/opinión acerca de la tendencia que podría tener en un horizonte de 6 a 12 meses, por los efectos de cambios en los aspectos cualitativos y cuantitativos previamente señalados, así como en el entorno macroeconómico, en los riesgos de crédito y de mercado, y en el desarrollo del mercado financiero.

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

- Fuerte: Indica que la calificación puede subir.
- Sensible: Significa que la calificación puede bajar.
- Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.

Por otro lado, S&R podrá incluir en la perspectiva la frase "en observación" para señalizar 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 período máximo de seis meses, tiempo en cual requerirá una confirmación o revisión.

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).

Martin, Duncan (2008). "Managing risk in extreme enviroments". 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)