



MANUAL DE CALIFICACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS Y SUS EMISIONES

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIÓN

Diciembre 2024

Índice del Manual

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las empresas públicas y sus emisiones	2
Aspectos considerados en la calificación de las Empresas Públicas	4
Aspectos cualitativos del análisis	4
<i>a) Economía local y regional.....</i>	<i>4</i>
<i>b) Marco Institucional y político.....</i>	<i>4</i>
<i>c) Sistemas contables y de control.....</i>	<i>5</i>
<i>d) Cumplimiento presupuestario y estratégico.....</i>	<i>5</i>
Aspectos cuantitativos del análisis	6
<i>a) Desempeño financiero</i>	<i>6</i>
<i>b) Desempeño operativo.....</i>	<i>7</i>
<i>c) Liquidez y financiamiento.....</i>	<i>7</i>
<i>d) Solvencia y Endeudamiento.....</i>	<i>8</i>
Matriz de Riesgos	8
Calificación de la solvencia.....	9
Hechos relevantes	9
Categorías de Calificación de la solvencia	10
Tendencia de la Calificación de solvencia.....	11
Calificación de la emisión (instrumento)	11
Categorías de Calificación del instrumento	12
Tendencia de la Calificación del instrumento.....	14
Bibliografía.....	15

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de las empresas públicas 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 expuestas las empresas públicas de propiedad mayoritariamente estatal, autárquicas y descentralizadas, personas jurídicas de derecho público, con patrimonio propio, dotadas de autonomía presupuestaria, financiera, económica, administrativa y de gestión, con el objetivo principal de evaluar y medir el grado de la solvencia, en términos de su capacidad de endeudamiento y cobertura de sus obligaciones.

Al respecto, *la calificación de la solvencia de la empresa pública 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 y desarrollando sus operaciones, en relación con su producción, sus utilidades y excedentes financieros, de acuerdo con su estructura financiera y operativa. Por su parte, *la calificación del título emitido (instrumento) se relaciona adicionalmente con el riesgo de crédito de corto plazo*, siendo esta variable afectada por factores coyunturales, que tienen un impacto de corto plazo sobre la situación financiera individual de cada instrumento, en un momento y tiempo determinado.

La calificación de las empresas públicas y sus emisiones de bonos, se basa principalmente en el análisis de la solvencia global, para lo cual se evalúa fundamentalmente la capacidad de gestión presupuestaria de la administración pública, 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, y sostener su producción y sus inversiones para el logro de sus objetivos. Las empresas públicas pueden financiar los servicios públicos y las inversiones de capital, principalmente el desarrollo en infraestructura, no sólo con ingresos disponibles provenientes de sus facturaciones y ventas de servicios, sino también a través del endeudamiento financiero y préstamos del Estado.

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

El ejercicio y contraste analítico que se realiza al efectuar la calificación, se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, de manera a determinar la capacidad de gestión de la empresa pública, la generación de resultados superavitarios, 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.

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 entidad 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 empresas públicas.

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 Empresas Públicas 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.

Este Manual de Calificación de Empresas Públicas y sus Emisiones, fue aprobado por el Comité de Calificación en sesión de fecha 10 de Diciembre de 2024, e incorpora 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 Empresas Públicas

En el proceso de análisis y calificación de las empresas públicas, 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 de la empresa. Estos aspectos incluyen factores internos y externos que afectan la situación general de la empresa, 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 del Estado en general y de la entidad en particular.

b) Marco Institucional y político

Se considera la estructura institucional y el marco organizacional, en el que opera la empresa pública, teniendo en cuenta los aspectos políticos, jurídicos y regulatorios, y los antecedentes de los diferentes administradores y consejos directivos. 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 y eventuales conflictos de interés.

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.

c) Sistemas contables y de control

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.

Se evalúa la existencia de una regulación nacional de los sistemas de contabilidad del sector público, y su grado de implementación en la empresa pública, así como la política de rendición de cuentas 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.

Asimismo, 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, las buenas prácticas contables y el ambiente de control existente, a través de los controles gerenciales, las auditorías internas y externas, así como de los mecanismos establecidos para el seguimiento de las gestiones.

d) Cumplimiento presupuestario y estratégico

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 de los gastos. 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.

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, 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 la administración pública, 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.

Otros aspectos relevantes sobre la gestión de las finanzas públicas, 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 empresas del Estado. 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 empresas públicas.

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 empresa pública tendrá que recurrir al uso de deuda para financiar sus operaciones diarias, ante la falta de una adecuada capacidad de generación de ingresos.

b) Desempeño operativo

Se evalúan los ciclos operacionales de la producción y la gestión de la empresa pública, para medir la capacidad de transformación de los inventarios en ventas e ingresos. Se evalúa la capacidad de generación de ingresos en relación con las ventas a crédito y la cartera de clientes, así como la calidad de las cobranzas y recuperaciones de los deudores por servicios. Se evalúa la estructura de costos de la empresa, en relación con la producción y las ventas, para determinar el grado de productividad de los activos y las inversiones. 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 de la empresa.

c) Liquidez y financiamiento

Se analiza la posición de liquidez de la empresa pública, para cumplir sus compromisos financieros en función a la disponibilidad de recursos existentes, su capacidad de generación de ingresos corrientes, el acceso a otras fuentes de financiamiento como entidades financieras y el mercado de valores, o eventualmente transferencias del Estado en forma de préstamos. Asimismo, se evalúa la liquidez estructural respecto a los activos corrientes y los pasivos corrientes.

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 del Estado.

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 generación de ventas y cobros de los deudores por servicios. Se busca 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.

d) Solvencia y Endeudamiento

Se considera la evolución del capital institucional, así como el valor del patrimonio neto de la empresa pública, 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 financieros superavitarios. Asimismo, un indicador clave del perfil de riesgo de la empresa pública, 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 la deuda, en relación con los ingresos y los resultados generados.

El nivel de deuda de la empresa pública 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, 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 y externos 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 empresa pública, 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.

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.***

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%)
Desempeño operativo	3 (20%)	Marco institucional	3 (20%)
Liquidez y financiamiento	4 (25%)	Sistema contable y de control	4 (25%)
Solvencia y endeudamiento	5 (40%)	Cumplimiento presupuestario	5 (40%)
TOTAL	14 100%	TOTAL	14 100%

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 la empresa pública, resultará de la vinculación y combinación de los análisis realizados precedentemente, en base al puntaje generado por la matriz de riesgos***, 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 empresa pública.

Hechos relevantes

La calificación de la solvencia de la empresa pública, podrá ser revisada ante la ocurrencia de un hecho relevante, ***en especial cuando la empresa registra problemas transitorios de caja, así como otros problemas relacionados a aspectos de incumplimiento de sus obligaciones, por lo que se 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 problemas 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.

Categorías de Calificación de la solvencia

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. 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.

Calificación de la emisión (instrumento)

Para determinar la calificación de un programa de emisión global de títulos de deuda emitido por la empresa pública, el factor relevante será la calificación de la solvencia global, pues el análisis de la solvencia en gran medida determina la capacidad que tendría la empresa pública para cumplir con sus compromisos. En el caso de una emisión garantizada por el Tesoro dicha garantía será considerada como un factor fundamental para la calificación del instrumento.

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).

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 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 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 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)