



EVALUADORA
Latinoamericana

AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

**MANUAL DE PROCEDIMIENTOS Y
METODOLOGIA DE CALIFICACION DE TITULOS VALORES
EMITIDOS POR ENTES GUBERNAMENTALES**

Enero de 2014

I. INTRODUCCION

En el presente documento se describen los procedimientos y la metodología que EVALUADORA LATINOAMERICANA S.A. empleará en la calificación de títulos valores emitidos por entes gubernamentales: provincias y municipios.

La metodología distingue entre instrumentos de largo y de corto plazo. Los instrumentos de largo plazo comprenden aquellos títulos valores representativos de deuda en los que el período comprendido entre la fecha de emisión nominal y la fecha de vencimiento del instrumento sea superior a un año.

Los instrumentos de corto plazo comprenden aquellos títulos valores representativos de deuda, con plazo de vencimiento no superior a un año.

A efectos de calificar estos títulos valores se utilizarán las siguientes definiciones comunes para corto y largo plazo:

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 o en la economía.

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 o en la economía.

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 o en la economía.

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 o en la economía.

BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.

B: Corresponde a aquellos instrumentos 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 debilitarse ante posibles cambios en el emisor o en la economía pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.

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

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

En cada categoría, excluyendo AAA, se podrán agregar los símbolos “+” (más) o “-” (menos) para mostrar posiciones relativas dentro de las restantes categorías de calificación.

Además de este capítulo introductorio, el presente documento metodológico contiene otros dos capítulos. En el capítulo II se muestra el método de análisis previo para la calificación de riesgo de los títulos valores, el cual consistirá en verificar si el emisor cuenta con información representativa y válida en el caso en que los títulos se emitan sin garantías. En el capítulo III se presenta específicamente el método de calificación de los instrumentos representativos de deuda.

II. ANALISIS PREVIO PARA LA CALIFICACION DE TITULOS VALORES EMITIDOS POR ENTES GUBERNAMENTALES

En el análisis de la situación económica de un ente gubernamental lo esencial es contar con información válida y representativa de su comportamiento actual y pasado a efectos de la determinación de su solvencia, esto es, su capacidad para responder por su pasivo exigible.

El análisis previo consistirá en la asignación de una calificación preliminar en categoría D a aquellos instrumentos de emisores cuya solvencia o capacidad de pago de corto plazo, según corresponda, se considere insuficiente. La calificación preliminar podrá ser alterada si los instrumentos tienen garantías suficientes.

Modificación de la calificación obtenida en el análisis previo

Diversos son los factores que afectan la solvencia o fortaleza financiera de un ente gubernamental. Dentro de ellos, el más relevante para atenuar una capacidad de pago deficiente es la existencia de garantías que de alguna manera reduzcan el riesgo de no cumplimiento de sus exigibilidades.

Sobre la base de lo anterior, la calificación de los instrumentos de emisores cuya solvencia se considere insuficiente, podrá ser distinta de D si las garantías y la liquidez de los instrumentos son suficientes, según el siguiente criterio:

i) La calificación definitiva podrá ser categoría C si el instrumento cuenta con garantías suficientes.

Se entiende que un instrumento cuenta con garantías suficientes cuando cumple al menos con las siguientes condiciones:

a) Para el caso de cauciones reales, el valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen son razonables. Se entenderá por valor estimado razonable, aquél que represente en caso de liquidación un monto igual o superior al 100% de la deuda respaldada. Se entenderá que el plazo de liquidación es razonable cuando la garantía pueda ser vendida en un plazo no superior a seis meses y a un valor no inferior al 100% de la deuda.

b) Para el caso de prendas o hipotecas, los bienes que los constituyen tienen los seguros mínimos necesarios.

ii) La calificación definitiva podrá ser categoría B sólo si el instrumento cuenta con garantías suficientes que hagan que su pago sea independiente de la capacidad de pago del emisor.

Se entenderá por garantías independientes aquéllas que pueden ser liquidadas cualquiera sea la situación en que se encuentre el emisor a la fecha de pago de la deuda y que no están dadas en garantía por alguna otra obligación con terceros.

iii) La calificación definitiva podrá ser categoría A sólo si el instrumento cuenta con garantías suficientes que, al hacerse exigibles, permiten asegurar que el pago total del mismo se hará en iguales condiciones que las pactadas con el emisor.

III. PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CALIFICACION DE TITULOS EMITIDOS POR ENTES GUBERNAMENTALES

Los títulos valores que no han sido calificados en forma definitiva de acuerdo a los procedimientos antes descritos, se someterán a los procedimientos que se señalan a continuación:

1. Calificación de instrumentos de largo plazo

a. Calificación Preliminar de la Capacidad de Pago

Para la calificación de riesgo de instrumentos de largo plazo se efectuará en primer lugar una calificación preliminar de la capacidad de pago del ente emisor. La primera etapa dentro de esta calificación preliminar consistirá en una calificación de la capacidad de pago esperada, la cual deberá someterse en una segunda etapa a un análisis de sensibilidad que enfrenta al emisor a distintos eventos desfavorables.

i. Calificación de la capacidad de pago esperada

La calificación de la capacidad de pago esperada se basará fundamentalmente en lo que se denomina la categoría básica corregida. Esta se analizará conjuntamente con otros dos elementos: la base económica del ente emisor y las características de la administración. Si estos elementos tienen una incidencia negativa, la categoría básica corregida podrá ser bajada.

1. Categoría básica corregida

La categoría básica corregida tiene por objeto estimar la capacidad del emisor para generar recursos que le permitan hacer frente a sus compromisos financieros. Esta toma en cuenta tres elementos: la categoría básica de riesgo, las coberturas proyectadas y el análisis de indicadores adicionales de la situación financiera del emisor.

a. Categoría básica de riesgo

La categoría básica de riesgo toma en consideración la cobertura histórica de los gastos financieros y la base económica del emisor.

i. Cobertura histórica de gastos financieros

La cobertura histórica de gastos financieros se calculará como el cociente entre el flujo neto operativo antes de intereses y los gastos financieros.

Los gastos financieros se calcularán como el producto del promedio ponderado de las tasas de interés pactadas, por el monto de la deuda afecta al pago de intereses que esté vigente a la fecha de calificación, más la deuda que se generará producto de la emisión, a no ser que se trate de una sustitución de deuda, en cuyo caso se reemplazará la deuda antigua por la emisión. Asimismo, deberá examinarse cualquier otro incremento previsible de deuda en el futuro.

ii. Grado de riesgo de la base económica del emisor

Para determinar si el grado de riesgo de la base económica del emisor es alto, medio o bajo, se considerarán los factores que a continuación se detallan. Por tratarse de elementos cualitativos, la CALIFICADORA asignará las siguientes ponderaciones a cada uno de ellos:

-1 : en caso que el factor se considere adverso.

0 : en caso que el factor no revista trascendencia.

1 : en caso que el factor se considere favorable.

Sobre la base de lo anterior, el grado de riesgo de la base económica se calificará en tres niveles:

- Bajo: Cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que 3

- Medio: Cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que -3 y menor que 3.

- Alto: Cuando la suma de las calificaciones sea menor que -3.

Los factores a analizar son los siguientes:

1) Grado de importancia de los recursos propios. Si los recursos propios son importantes se asignará un valor 1; si el grado de importancia es normal se le dará un valor 0; y si los recursos propios no son importantes se asignará un valor -1.

2) Sensibilidad de los recursos propios ante cambios que se consideren de importancia (precios relativos, crecimiento global de la región, principales actividades económicas y otros). Si el grado de sensibilidad es bajo, se asignará un valor 1; si el grado de sensibilidad es normal se le dará un valor 0; y si el grado de sensibilidad es alto tomará un valor -1.

3) Grado de importancia de otros recursos. Si estos recursos son importantes se asignará un valor 1; si el grado de importancia es normal se le dará un valor 0; y si los recursos propios no son importantes se asignará un valor -1.

4) Sensibilidad de los otros recursos ante cambios que se consideren de importancia (asistencia de niveles superiores de gobierno, cambios en los regímenes de coparticipación de impuestos, etc.). Si el grado de sensibilidad es bajo, se asignará un valor 1; si el grado de sensibilidad es normal se le dará un valor 0; y si el grado de sensibilidad es alto tomará un valor -1.

5) Flexibilidad de las erogaciones presupuestarias. Si el grado de flexibilidad es alto, se asignará un valor 1; si el grado de sensibilidad es normal se le dará un valor 0; y si el grado de sensibilidad es bajo tomará un valor -1.

La combinación de los dos elementos antes analizados (la cobertura histórica de gastos financieros y el grado de riesgo de la base económica) permite obtener la categoría básica de riesgo (CBR), que representa una primera aproximación de la capacidad del ente para hacer frente a sus compromisos financieros. Para la determinación de este indicador, la CALIFICADORA utilizará el criterio de exigir una mayor cobertura, para obtener una determinada categoría, mientras mayor sea el grado de riesgo de la base económica.

Así, el indicador de categoría básica de riesgo se obtendrá de la siguiente matriz:

MATRIZ DE CATEGORIA BASICA DE RIESGO

Cobertura de gastos financieros	Grado de riesgo de la base económica		
	Nivel Bajo	Nivel Medio	Nivel Alto
	Categorías		
$2,5 \leq \text{CGF}$	A	A	A
$2,0 \leq \text{CGF} < 2,5$	A	A	B
$1,6 \leq \text{CGF} < 2,0$	A	B	B
$1,3 \leq \text{CGF} < 1,6$	B	B	C
$1,0 \leq \text{CGF} < 1,3$	B	C	C
$0,7 \leq \text{CGF} < 1,0$	C	C	D
$0,4 \leq \text{CGF} < 0,7$	C	D	D
$\text{CGF} < 0,4$	D	D	D

Para obtener la calificación de la categoría básica corregida se considerarán además el efecto conjunto de las coberturas proyectadas y los indicadores adicionales, de acuerdo con la matriz correspondiente definida más adelante. Sobre esta base, la categoría básica de riesgo obtenida de la anterior matriz podrá mantenerse, bajarse o subirse. Sin embargo, la categoría básica de riesgo podrá subir en no más de una categoría sólo si los valores de las coberturas proyectadas y de los indicadores adicionales así lo ameritaren. Se entenderá que la calificación de las coberturas proyectadas podrá ameritar una mejora en la categoría básica de riesgo, solamente si el índice de cobertura proyectada es mayor que el índice de cobertura histórica.

b. Coberturas proyectadas

La cobertura proyectada de los gastos financieros corresponde al promedio aritmético simple de las coberturas proyectadas anuales. El horizonte de proyección dependerá del plazo del endeudamiento y de los antecedentes objetivos que se dispongan sobre su probable evolución.

La cobertura proyectada anual de los gastos financieros se definirá como el cociente entre el flujo neto operativo antes de intereses y los gastos financieros proyectados para ese año en particular. Por su parte, la proyección de gastos financieros se realizará sobre la base del perfil de intereses que se deber pagar, en cada año de proyección, producto de la deuda actualmente vigente y de los intereses de la nueva emisión.

En la consideración de los flujos se considerarán los efectos potenciales de variaciones futuras en el monto de los activos del ente respectivo sólo cuando se dispusiere de información suficiente que permita presumir que tales variaciones efectivamente se producirán, y sólo en las fechas pertinentes. El efecto potencial señalado se proyectará conservadoramente considerando la capacidad de generación de recursos propia de tales activos.

Además, se examinarán variaciones en la estructura de financiamiento cuando se cuente con la información suficiente como para suponer que dichas variaciones efectivamente se producirán.

c. Indicadores adicionales

Para efectos de evaluación conjunta con las coberturas proyectadas, en la determinación de la categoría básica corregida (CBC), la CALIFICADORA considerará los siguientes indicadores adicionales.

i) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros

Este indicador corresponde a una combinación de la estabilidad de los flujos netos operativos antes de intereses y de la estabilidad de los gastos financieros y se clasifica en nivel 1, 2 o 3.

La estabilidad de los flujos netos operativos antes de intereses se obtendrá producto del análisis conjunto del coeficiente de variación y la tendencia de éstos en los últimos tres ejercicios presupuestarios.

El coeficiente de variación corresponde a la desviación estándar de los flujos netos operativos antes de intereses dividido por su promedio.

Así, el coeficiente de variación (CV) se calificará en tres niveles:

Nivel 1:	si	$0,0 < CV \leq 0,3$
Nivel 2:	si	$0,3 < CV \leq 0,7$
Nivel 3:	si	$0,7 < CV \text{ ó } CV \leq 0,0$

Asimismo, la tendencia de los flujos netos operativos antes de intereses corresponderá a un análisis secuencial de los mismos durante el período en que se basa el cómputo de su respectivo promedio y se calificará en tres niveles:

Nivel 1: cuando éstos sean significativa y persistentemente positivos.

Nivel 2: cuando éstos no sean significativa ni persistentemente positivos o negativos.

Nivel 3: cuando éstos sean significativa y persistentemente negativos.

De esta manera, el criterio que se utilizará es el de subir un nivel la calificación base del coeficiente de variación toda vez que se concluya que existe una tendencia positiva, por cuanto se estará sobrestimando el coeficiente de variación y, por lo tanto, subestimando la estabilidad. Se mantendrá la calificación base, toda vez que la tendencia sea neutra, ya que ello significa que el indicador del coeficiente de variación es un indicador adecuado de la estabilidad. Se bajará la calificación base, cuando se concluya que la tendencia es negativa, debido a que este hecho indica

que se deberá esperar un deterioro permanente de los flujos netos operativos promedios históricos y, en consecuencia, el indicador de gastos financieros estará sobrestimado.

Sobre la base de lo anterior, la estabilidad de los flujos netos operativos antes de intereses se calificará en Nivel 1, Nivel 2 o Nivel 3, de acuerdo con el siguiente cuadro

**CALIFICACION DE LA ESTABILIDAD DE
LOS FLUJOS NETOS OPERATIVOS ANTES DE INTERESES**

Tendencia	Coefficiente de variación		
	<u>Nivel 1</u>	<u>Nivel 2</u>	<u>Nivel 3</u>
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 3	Nivel 2	Nivel 3	Nivel 3

Por su parte, la estabilidad de los gastos financieros corresponderá a una combinación de los indicadores de calce de plazos, liquidez y disponibilidad de garantías.

El calce de plazos se medirá dividiendo el plazo al vencimiento del 75% de la deuda a más de un año, expresado en términos anuales, por el número de años en que el total de ésta sea posible de amortizar con los flujos netos operativos antes de intereses.

El plazo de 75% de la deuda a más de un año, se determinará sumando las amortizaciones hasta completar el 75% de la deuda a más de un año. El número de años que medie entre el momento en que se efectúa este cálculo y la fecha que complete el 75%, será el plazo que deberá utilizarse en el cálculo anterior.

El número de años que sea posible amortizar la deuda a más de un año con los flujos netos operativos antes de intereses se obtendrá de dividir el total de la deuda a más de un año por el último flujo conocido.

Sobre la base de lo anterior, el calce de plazos (CPI) se calificará en los siguientes niveles:

- Nivel 1: si $0,8 \leq \text{CPI}$
- Nivel 2: si $0,5 \leq \text{CPI} < 0,8$
- Nivel 3: si $\text{CPI} < 0,5$

A su vez, la liquidez corresponderá a una combinación de la liquidez ácida y la liquidez proyectada.

La liquidez ácida se calificará en función del cociente entre el flujo neto operativo antes de intereses más los activos líquidos y la deuda de corto plazo. De esta manera, la liquidez ácida (LAc) se calificará en los siguientes tres niveles:

- Nivel 1: si $1,0 \leq \text{LAc}$
- Nivel 2: si $0,5 \leq \text{LAc} < 1,0$
- Nivel 3: si $\text{LAc} < 0,5$

Por su parte, la liquidez proyectada (LPr) corresponde a la menor entre la liquidez proyectada a un año (LPr1) y la liquidez proyectada a dos años (LPr2)

$$LPr = \begin{cases} LPr_1, & \text{si } LPr_1 \leq LPr_2, \text{ o,} \\ LPr_2, & \text{si } LPr_1 > LPr_2 \end{cases}$$

$$LPr_1 = (AL + FN) / DD_1$$

donde:

- LPr₁ = Liquidez proyectada a un año.
- AL = Activos líquidos.
- FN = Flujo neto operativo antes de intereses.
- DD₁ = Deuda a menos de dos años.

$$(20) LPr_2 = (AL + FN) / DD_2$$

donde:

- LPr₂ = Liquidez proyectada a dos años.
- AL = Activos líquidos.
- FN = Flujo neto operativo antes de intereses
- DD₂ = Deuda a menos de tres años.

Sobre la base de lo anterior, la liquidez proyectada (LPr) se calificará en los siguientes niveles:

- Nivel 1: si $0,9 \leq LPr$
- Nivel 2: si $LPr < 0,9$

Así, utilizando el criterio de calificar la liquidez en el mismo nivel en que se haya calificado la liquidez ácida mientras la liquidez proyectada se haya clasificado en Nivel 1 y bajarla un nivel en caso contrario, ésta se calificará de acuerdo con el siguiente cuadro:

CALIFICACION DE LA LIQUIDEZ

Liquidez proyectada	Liquidez ácida		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3	Nivel 3

Asimismo, la disponibilidad de garantías (DG_r) corresponde al cociente entre el valor de los activos libres de todo gravamen susceptibles de constituirse en garantía y el pasivo exigible. Esta se calificará en los siguientes niveles:

- Nivel 1, si $DG_r > 0,15$ en el período actual y $DG_r > 0,30$ en tres años más.
- Nivel 2, en otro caso.

De esta manera, la estabilidad de gastos financieros se calificará en Nivel 3 si la disponibilidad de garantías (DGr) fue calificada en Nivel 2, y de acuerdo al siguiente cuadro en caso contrario:

**CALIFICACION DE LA ESTABILIDAD DE LOS GASTOS FINANCIEROS
(Para disponibilidad de garantías calificada en Nivel 1)**

Liquidez	Calce de Plazos		
	<u>Nivel 1</u>	<u>Nivel 2</u>	<u>Nivel 3</u>
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3

Aquí el criterio utilizado es mantener el nivel alcanzado por la liquidez si el calce de plazos está en nivel 1 ó 2, y bajarlo en un nivel si el calce de plazos está en nivel 3.

Finalmente, la estabilidad de la cobertura de gastos financieros se calificará, en función de las calificaciones otorgadas a la estabilidad de gastos financieros y a la estabilidad de la rentabilidad, de acuerdo con el siguiente cuadro:

CALIFICACION DE LA ESTABILIDAD DE LA COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Estabilidad de los gastos financieros

Estabilidad de los flujos operativos netos antes de intereses	<u>Nivel 1</u>	<u>Nivel 2</u>	<u>Nivel 3</u>
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3

El criterio utilizado es calificar la estabilidad de la cobertura de los gastos financieros en nivel 1 si tanto la estabilidad de los gastos financieros como la estabilidad de los flujos netos operativos antes de intereses están en nivel 1; calificarla en nivel 2 si alguna de las dos está en nivel 2, pero ninguna en nivel 3; y calificarla en nivel 3 si se está en cualquier otro caso.

Sobre la base de la categoría básica de riesgo asignada según las pautas detalladas en el punto a. las coberturas proyectadas calculadas según lo especificado en el punto b. y el análisis de los indicadores adicionales mencionados en el punto c., la CALIFICADORA determinará la categoría básica corregida correspondiente al ente en evaluación, de acuerdo a lo siguiente:

- i) del análisis conjunto de las coberturas proyectadas y los indicadores adicionales se obtendrá una matriz de calificación,
- ii) la calificación que resulta de dicha matriz junto con aquella obtenida de la matriz de la categoría básica de riesgo determinarán la calificación de la categoría básica corregida.

MATRIZ DE COBERTURAS PROYECTADAS E INDICADORES ADICIONALES

Coberturas Proyectadas	Indicadores Adicionales		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
$2,5 \leq CGF$	Categoría A	Categoría A	Categoría A
$2,0 \leq CGF < 2,5$	Categoría A	Categoría A	Categoría B
$1,6 \leq CGF < 2,0$	Categoría A	Categoría B	Categoría B
$1,3 \leq CGF < 1,6$	Categoría B	Categoría B	Categoría C
$1,0 \leq CGF < 1,3$	Categoría B	Categoría C	Categoría C
$0,7 \leq CGF < 1,0$	Categoría C	Categoría C	Categoría D
$0,4 \leq CGF < 0,7$	Categoría C	Categoría D	Categoría D
$CGF < 0,4$	Categoría D	Categoría D	Categoría D

MATRIZ DE CATEGORIA BASICA CORREGIDA

Coberturas Proyectadas e Indicadores Adicionales	Categoría Básica de Riesgo			
	A	B	C	D
A	A	A	B	C
B	A	B	C	D
C	B	C	C	D
D	C	D	D	D

2. Características Administrativas y Legales

Los factores que hasta aquí se han considerado señalan parte importante de los aspectos más relevantes de la gestión de un ente gubernamental sin embargo, un elemento realmente crucial en términos de sus proyecciones y de la confiabilidad de la información, es el referido a la calidad profesional de su administración y las restricciones legales. Existe una gran dificultad en poder construir indicadores objetivos sobre estos aspectos, principalmente por el tipo de consideraciones que es necesario hacer. Sin embargo, es útil tener una pauta sobre la cual efectuar el análisis de estos aspectos.

Con este propósito, se considerarán los siguientes factores:

- i) Características del manejo administrativo.
- ii) Dependencia de la administración de cambios políticos.
- iii) Posibilidades de apoyo por parte de niveles superiores de gobierno.
- iv) Sistemas de planificación y control. Se verificará la existencia y coherencia de políticas de inversión, financiamiento, personal y remuneraciones. Asimismo se verificará la existencia de

sistemas formales de planificación, en cuanto a programas y metas presupuestarias, así como las áreas de responsabilidad y control.

Una consideración importante cuando se trata de analizar la administración de un ente gubernamental es la posibilidad de que los antecedentes históricos sean poco relevantes. Esto es, que haya habido cambios significativos de la plana ejecutiva y en su orientación política.

De acuerdo con lo anterior, y por tratarse de elementos cualitativos, la CALIFICADORA como producto del análisis de cada uno de los aspectos señalados, asignará las siguientes ponderaciones:

-1: en caso de que el factor se considere adverso para la solvencia;

0: en caso de que el factor no revista trascendencia para la solvencia;

1: en caso de que el factor se considere favorable para la solvencia.

Considerando los factores anteriores se calificarán en forma conjunta las características administrativas y legales en tres niveles:

Nivel 1: Las características administrativas y legales no permiten inferir que pueda producirse, como consecuencia de ellas, un deterioro en su fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que 2.

Nivel 2: Las características administrativas y legales pueden juzgarse como razonables, pero podrían verse mejoradas para incrementar su fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que -2 y menor que 2.

Nivel 3: Las características administrativas y legales podrían, de mantenerse, conducir a un debilitamiento de la fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea menor que -2.

La CALIFICADORA determinará la capacidad de pago esperada del emisor, analizando conjuntamente la categoría básica corregida alcanzada según lo especificado en el punto 1 y las características de administrativas y legales consideradas en el punto 2. De acuerdo a lo determinado en la siguiente matriz.

MATRIZ DE LA CAPACIDAD DE PAGO ESPERADA

Categoría Básica Corregida	Indicador de las características administrativas y legales		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
A	A	A	B
B	B	B	C
C	C	C	D
D	D	D	D

ii. Análisis de sensibilidad

La calificación asignada a la capacidad de pago esperada en el punto anterior deberá someterse a un análisis de sensibilidad que considerará el efecto de distintos eventos desfavorables para el emisor, con el objeto de determinar si la categoría puede ser mantenida o debe ser bajada.

Esto se hará sometiendo a prueba la calificación otorgada a la capacidad de pago esperada del emisor con eventos desfavorables e independientes entre sí, que consideren cambios en las variables más críticas pertinentes tanto para el ente gubernamental como para la economía. Además se analizará un evento desfavorable consistente en un alza de la tasa de interés promedio aplicable a las obligaciones del emisor. Para estas variables se tomarán dos grados de variación, uno con mayor probabilidad de ocurrencia que el otro. Ambos darán origen a los denominados escenario 1 y escenario 2.

Como es natural, no es conveniente fijar a priori los eventos desfavorables que se considerarán, dado que éstos guardan íntima relación con la realidad específica de cada ente en particular. Sin perjuicio de lo anterior, al menos se tomarán en consideración las siguientes variables para la construcción de los distintos escenarios: tasa de interés, tipo de cambio, tasa de inflación, costos salariales y otros costos de administración. Además, no podrán dejar de considerarse, si correspondiere, eventos de carácter específico como la eliminación de subsidios que favorecieren al emisor, el cambio de políticas económicas de las cuales el emisor fuere significativamente dependiente, o cambios en la asistencia posible por parte de niveles superiores de gobierno.

De esta manera, la CALIFICADORA, después de haber calificado la capacidad de pago esperada del emisor según las pautas indicadas en el punto III.1.a.i, procederá a su recalificación, incorporando ahora los efectos desfavorables del escenario 1 y del escenario 2 respectivamente. La CALIFICADORA determinará la calificación preliminar de la capacidad de pago del emisor como una combinación de la calificación asignada a la capacidad de pago esperada obtenida en conformidad con lo señalado en el punto -III.1.a.i, y la calificación otorgada a dicha capacidad según el resultado del análisis de sensibilidad.

Así, la calificación asignada a la capacidad de pago esperada será:

- i) bajada una categoría si la calificación determinada al considerar el escenario 1 resulta ser una categoría inferior.
- ii) no mejor que C si la calificación determinada al considerar el escenario 1 resulta ser categoría D.
- iii) bajada una categoría si la calificación determinada al considerar el escenario 2 resulta ser categoría D.

En la determinación de la calificación preliminar, la CALIFICADORA utilizará aquel criterio que resulte ser más restrictivo.

b. Características del instrumento

A efectos de determinar la calificación final, la CALIFICADORA analizará los resguardos y garantías con que cuenta el instrumento.

i. Resguardos del Instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquéllas cláusulas del contrato de emisión del mismo, en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en su operatoria tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de títulos, y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

De esta manera, para un instrumento se analizarán los resguardos que:

i) obligan al emisor a no superar cierto grado de endeudamiento. Se considerarán insuficientes los resguardos a la política de endeudamiento en caso que el ente pueda emitir nuevos instrumentos de deuda por un monto que haga que su razón de endeudamiento sobrepase, a criterio de la CALIFICADORA, los límites que aseguran la integridad de los intereses de sus acreedores.

ii) comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados o, en su defecto, le prohíben caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales, al menos proporcionalmente equivalentes, en favor de los tenedores del instrumento. Este resguardo será exigible en caso que la emisión que se califique no dispusiere de garantías suficientes de acuerdo a lo señalado en el punto siguiente.

iii) establecen que el pago del capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no paga oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos. Este resguardo será exigible en caso que la emisión que se califique no dispusiere de garantías suficientes.

La CALIFICADORA considerará que los resguardos son suficientes si al ser evaluados en el límite de su cumplimiento resulta que:

- la calificación de la capacidad de pago esperada del emisor no disminuye a categoría D; y
- constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos.

ii. Garantías del Instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones reales que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc. que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento.

Para que la CALIFICADORA considere suficientes las garantías de un instrumento deberá cumplirse:

i) que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables.

ii) que en el caso de caución otorgada por una persona jurídica, la capacidad de pago del garante sea calificada en una categoría que no sea D, considerando el monto caucionado como deuda directa de aquél.

iii) que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios.

Además, la CALIFICADORA solicitará al emisor el estado de los bienes entregados en garantía, su plazo de liquidación, y la factibilidad de que ellos experimenten una disminución de su valor.

c. Calificación final

La determinación de la calificación final se ajustará a los siguientes criterios:

i) La calificación preliminar se bajará al menos en una categoría si el instrumento no cuenta con resguardos suficientes ni garantías suficientes.

ii) La calificación preliminar se mantendrá si el instrumento cuenta con resguardos suficientes, y no goza de garantías suficientes.

iii) La calificación preliminar se podrá subir una categoría cuando el instrumento cuente con garantías suficientes.

iv) La calificación preliminar sólo podrá subirse dos categorías cuando el instrumento tenga garantías suficientes que hagan su cumplimiento independiente de la capacidad de pago del emisor. Se entenderá por garantías independientes aquéllas que pueden ser liquidadas cualquiera sea la situación en que se encuentre el emisor a la fecha de pago de la deuda y que no están dadas en garantía por alguna otra obligación con terceros.

v) La calificación preliminar podrá subirse a categoría A cuando el instrumento cuente con garantías suficientes que aseguren que el pago total se hará en las mismas condiciones y plazos pactados con el emisor.

2. Calificación de títulos valores de madurez inferior a un año

a. Calificación Preliminar de la Capacidad de Pago de Corto Plazo

Para la calificación de riesgo de instrumentos de corto plazo se realizará en primer lugar una calificación preliminar de la capacidad de pago de corto plazo del emisor. Dicha capacidad de pago se basará fundamentalmente en lo que se denomina categoría básica corregida. Esta última se analizará conjuntamente con otros dos elementos: la variabilidad de la situación financiera del emisor y las características de administrativas y legales. Si estos elementos tienen una incidencia negativa, la categoría básica corregida podrá ser bajada.

i. Categoría básica corregida

La categoría básica corregida tiene por objeto estimar la capacidad del emisor para generar recursos que le permitan hacer frente a sus compromisos financieros de corto plazo. Esta toma en cuenta

tres elementos: la categoría básica de riesgo, la capacidad del emisor para acceder a fuentes crediticias externas y el análisis de los activos líquidos prescindibles.

1. Categoría básica de riesgo

La categoría básica de riesgo considera la cobertura histórica de los gastos financieros y el análisis de los calces de flujos.

a. Cobertura histórica de los gastos financieros

La cobertura histórica de gastos financieros se calculará como el cociente entre el flujo neto operativo antes de intereses y los gastos financieros.

Los gastos financieros se calcularán como el producto del promedio ponderado de las tasas de interés pactadas, por el monto de la deuda afecta al pago de intereses que esté vigente a la fecha de calificación, más la deuda que se generará producto de la emisión, a no ser que se trate de una sustitución de deuda, en cuyo caso se reemplazará la deuda antigua por la emisión. Asimismo, deberá examinarse cualquier otro incremento previsible de deuda en el futuro.

b. Indicador de calce de flujos

El calce de flujos para cada fecha de amortización se determinará como el cociente entre el flujo neto operativo antes de intereses antes de amortizar la deuda más los activos disponibles, y las amortizaciones de la deuda. No se incluyen para este efecto aquellos flujos que provengan de financiamiento de terceros, aún cuando corresponda al uso de líneas de crédito autorizadas a la fecha de calificación. Sólo podrán ser eximidos de esta indicación los créditos que estén sujetos a una determinada inversión, los cuales no podrían realizarse por el emisor si no lleva a cabo dicha inversión.

Si para el 85% o más de los meses considerados el indicador de calce de flujos es mayor que 1,0 este indicador se calificará en Nivel 1; si para el 60% o más y menos del 85% de los meses considerados el indicador de calce de flujos es mayor que 1,0 este indicador se calificará en Nivel 2; y si para menos del 60% de los meses considerados el indicador de calce de flujos es mayor que 1,0 este indicador se calificará en Nivel 3.

La combinación de estos dos factores (la cobertura histórica de los gastos financieros y el calce de flujos), permite obtener la categoría básica de riesgo (CBR), que representa una primera aproximación de la capacidad del ente para hacer frente a sus compromisos financieros. Para la determinación de este indicador, la CALIFICADORA utilizará el criterio de exigir una mayor cobertura, para obtener una determinada categoría, mientras mayor sea el descalce de flujos.

Así, la CALIFICADORA obtendrá el indicador de categoría básica de riesgo de la siguiente matriz:

MATRIZ DE CATEGORIA BASICA DE RIESGO

Cobertura de gastos financieros	Calce de Flujos		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3

2,5 ≤ CGF	Categoría A	Categoría A	Categoría A
2,0 ≤ CGF < 2,5	Categoría A	Categoría A	Categoría B
1,6 ≤ CGF < 2,0	Categoría A	Categoría B	Categoría B
1,3 ≤ CGF < 1,6	Categoría B	Categoría B	Categoría C
1,0 ≤ CGF < 1,3	Categoría B	Categoría C	Categoría C
0,7 ≤ CGF < 1,0	Categoría C	Categoría C	Categoría D
0,4 ≤ CGF < 0,7	Categoría C	Categoría D	Categoría D
CGF < 0,4	Categoría D	Categoría D	Categoría D

2. Capacidad del emisor para acceder a fuentes crediticias

En el análisis de este punto, la CALIFICADORA evaluará la capacidad del emisor para acceder a fuentes crediticias alternativas tomando en cuenta los siguientes factores:

Para el análisis de cada uno de los aspectos señalados a continuación, la CALIFICADORA asignará las siguientes ponderaciones:

-1: en caso de que el factor se considere adverso para la capacidad de la institución para acceder a fuentes crediticias;

0: en caso de que el factor no revista trascendencia para la capacidad de la institución para acceder a fuentes crediticias;

1: en caso de que el factor se considere favorable para la capacidad de la institución para acceder a fuentes crediticias.

Específicamente se analizarán los siguientes aspectos, cuidando que el efecto en la calificación de la capacidad de acceso al crédito del emisor, no considere la facilidad o dificultad que tenga el emisor para endeudarse dependiendo de la buena o mala cobertura de gastos financieros que tenga:

i) correspondencia entre las estructuras de financiamiento y los flujos netos de caja del emisor. Si la relación entre los flujos netos de caja más los activos líquidos y pasivos circulantes del emisor es superior o igual a 1, se asignará un valor 1. En caso contrario se asignará un valor -1;

ii) su capacidad para contratar nuevos créditos comprometiendo flujos futuros. Si el ente dispone de líneas de crédito no utilizadas o puede disponer de nuevas líneas por un monto superior a un 10% de la nueva emisión, el indicador tomará un valor 1; y se le dará un valor -1 en caso contrario;

iii) el porcentaje de sus activos libres de gravámenes. Si los activos no gravados y susceptibles de serlo representan un porcentaje superior al 30% de la deuda a emitir, se asignará un valor 1. En caso contrario se asignará un valor -1.

iv) otras variables de carácter cualitativo como la reputación de deudor que tenga el emisor. Si éste ha cumplido normalmente sus compromisos financieros se asignará un valor 1. En caso contrario se asignará un valor -1;

v) la propia categoría básica corregida que se asignaría al ente si emitiera bonos, de acuerdo al procedimiento antes descrito. Si el bono es calificado en categoría A, se le dará un valor 1; si es calificado en categoría B, se le dará un valor 0 y, se le dará un valor -1 en otro caso.

Considerando los factores anteriores se calificará la capacidad de acceso al crédito en tres niveles:

Nivel 1: La capacidad de acceso al crédito del ente no permite inferir que pueda producirse, como consecuencia de ello, un deterioro en su fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que 2.

Nivel 2: La capacidad de acceso al crédito del ente puede juzgarse como razonable, pero si se mejorara, la fortaleza financiera de la empresa podría verse incrementada. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que -2 y menor que 2.

Nivel 3: La capacidad de acceso al crédito del ente podría, de mantenerse, conducir a un debilitamiento de la fortaleza financiera de la entidad. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea menor que -2.

3. Análisis de activos líquidos prescindibles

Con el objeto de complementar el análisis de la capacidad del emisor para disponer de recursos susceptibles de ser destinados al pago de sus obligaciones financieras de corto plazo la CALIFICADORA determinará si existen activos, distintos de los denominados disponibles, no considerados en la capacidad de acceso al crédito, libres de gravámenes, y que pudieran ser enajenados se asignará un Nivel 1. En caso contrario se asignará un Nivel 2.

INDICADOR DE CAPACIDAD DE OBTENCION DE FONDOS

Capacidad de Acceso al Crédito			
Activos Prescindibles	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3

El criterio utilizado es el siguiente: a) si el análisis de activos prescindibles está en Nivel 1, solamente se baja el indicador a Nivel 2 cuando la capacidad de acceso al crédito está muy debilitada, y b) si el análisis de activos prescindibles está en Nivel 2, el indicador toma los niveles de la capacidad de acceso al crédito.

La categoría básica corregida corresponderá a una modificación de la categoría básica de riesgo dependiendo del nivel alcanzado por el indicador de capacidad de obtener fondos de acuerdo a la siguiente matriz:

MATRIZ DE LA CATEGORIA BASICA CORREGIDA

Indicador de capacidad de obtener fondos

Categoría Básica de Riesgo	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
A	A	A	B
B	A	B	C
C	B	C	D
D	C	D	D

ii. Análisis de la variabilidad de la situación financiera del emisor

Para estudiar la variabilidad que pueden presentarlos flujos de ingresos y egresos del emisor para el plazo máximo de emisión del instrumento y su posible incidencia negativa en la calificación de este último, la CALIFICADORA analizará la evolución presupuestaria y someterá el calce de flujos a un análisis de sensibilidad. A este efecto se solicitará al emisor un presupuesto de caja con un horizonte equivalente al plazo máximo de vigencia del instrumento, el que será sometido a un análisis de sensibilidad frente a las variables relevantes para el ente.

Los resultados de la sensibilización se calificarán en nivel 1, 2 ó 3, dependiendo si la calificación básica de riesgo se mantiene, baja una, dos o más categorías al recalcularse el calce de flujos:

- Nivel 1: Cuando la calificación básica de riesgo se mantiene;
- Nivel 2: Cuando la calificación básica de riesgo baja una categoría;
- Nivel 3: Cuando la calificación básica de riesgo baja dos categorías o cuando, al recalcularse el calce de flujos, ésta sea calificada en Categoría D.

iii. Características Administrativas y Legales

Los factores que hasta aquí se han considerado señalan parte importante de los aspectos más relevantes de la gestión de un ente gubernamental sin embargo, un elemento realmente crucial en términos de sus proyecciones y de la confiabilidad de la información, es el referido a la calidad profesional de su administración y las restricciones legales. Existe una gran dificultad en poder construir indicadores objetivos sobre estos aspectos, principalmente por el tipo de consideraciones que es necesario hacer. Sin embargo, es útil tener una pauta sobre la cual efectuar el análisis de estos aspectos.

Con este propósito, se considerarán los siguientes factores:

- i) Características del manejo administrativo.
- ii) Dependencia de la administración de cambios políticos.
- iii) Posibilidades de apoyo por parte de niveles superiores de gobierno.
- iv) Sistemas de planificación y control. Se verificará la existencia y coherencia de políticas de inversión, financiamiento, personal y remuneraciones. Asimismo se verificará la existencia de sistemas formales de planificación, en cuanto a programas y metas presupuestarias, así como las áreas de responsabilidad y control.

Una consideración importante cuando se trata de analizar la administración de un ente gubernamental es la posibilidad de que los antecedentes históricos sean poco relevantes. Esto es, que haya habido cambios significativos de la plana ejecutiva y en su orientación política.

De acuerdo con lo anterior, y por tratarse de elementos cualitativos, la CALIFICADORA como producto del análisis de cada uno de los aspectos señalados, asignará las siguientes ponderaciones:

-1: en caso de que el factor se considere adverso para la solvencia;

0: en caso de que el factor no revista trascendencia para la solvencia;

1: en caso de que el factor se considere favorable para la solvencia.

Considerando los factores anteriores se calificarán en forma conjunta las características administrativas y legales en tres niveles:

Nivel 1: Las características administrativas y legales no permiten inferir que pueda producirse, como consecuencia de ellas, un deterioro en su fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que 2.

Nivel 2: Las características administrativas y legales pueden juzgarse como razonables, pero podrían verse mejoradas para incrementar su fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea mayor o igual que -2 y menor que 2.

Nivel 3: Las características administrativas y legales podrían, de mantenerse, conducir a un debilitamiento de la fortaleza financiera. Tal situación se dará cuando la suma de las calificaciones sea menor que -2.

INDICADOR DE ESTABILIDAD FINANCIERA Y ADMINISTRATIVA

Características administrativas y legales	Variabilidad de la Situación Financiera		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3
Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3	Nivel 3

El criterio utilizado es el de asignar al indicador de estabilidad financiera y administrativa el nivel alcanzado en características administrativas y legales, mientras la posición relativa en la variabilidad de la situación financiera no se considere desfavorable, y bajarlo un nivel en caso contrario. Esto debido a que se presume que un ente que cuenta con una adecuada administración, está en mejores condiciones para enfrentar la variabilidad de la situación financiera. Y, puesto de otra manera, de poco sirve una baja variabilidad en la situación financiera si su administración no es buena.

La calificación preliminar de la capacidad de pago de corto plazo, es la que resulta de las modificaciones de la categoría básica corregida dependiendo del nivel alcanzado por el indicador de estabilidad financiera y administrativa de acuerdo a la siguiente matriz:

MATRIZ DE LA CAPACIDAD DE PAGO DE CORTO PLAZO

Categoría Básica Corregida	Indicador de estabilidad financiera y administrativa		
	<u>Nivel 1</u>	<u>Nivel 2</u>	<u>Nivel 3</u>
A	A	A	B
B	B	B	C
C	C	C	D
D	D	D	D

b. Características del Instrumento

i. Resguardos del Instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquéllas cláusulas del contrato de emisión del mismo, en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de títulos, y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

De esta manera, para un instrumento de corto plazo se analizarán los que:

- i) obligan al emisor a mantener un índice mínimo de liquidez.
- ii) establecen que el pago del capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no paga oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos.

La CALIFICADORA considerará que los resguardos son suficientes si al ser evaluados en el límite de su cumplimiento resulta que:

- la calificación preliminar no disminuye a categoría D; y
- constituyen una protección efectiva para los tenedores del instrumento.

ii. Garantías del Instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones reales que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc., que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento.

Para que la CALIFICADORA considere suficientes las garantías de un instrumento deberá cumplirse:

i) que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables.

ii) que en el caso de caución otorgada por una persona jurídica, la capacidad de pago del garante sea calificada en una categoría que no sea D, considerando el monto caucionado como deuda directa de aquél.

iii) que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios, entendiéndose por éstos los de común utilización para la industria.

Además, la CALIFICADORA solicitará al emisor el estado de los bienes entregados en garantía, su plazo de liquidación, y la factibilidad de que ellos experimenten una disminución de su valor.

c. Calificación final

La determinación de la calificación final se ajustará a los siguientes criterios:

i) La calificación preliminar se bajará al menos en una categoría si el instrumento no cuenta con resguardos suficientes ni garantías suficientes.

ii) La calificación preliminar se mantendrá si el instrumento cuenta con resguardos suficientes, y no goza de garantías suficientes.

iii) La calificación preliminar se podrá subir una categoría cuando el instrumento cuente con garantías suficientes

iv) La calificación preliminar sólo podrá subirse dos categorías cuando el instrumento tenga garantías suficientes que hagan su cumplimiento independiente de la capacidad de pago del emisor. Se entenderá por garantías independientes aquéllas que pueden ser liquidadas cualquiera sea la situación en que se encuentre el emisor a la fecha de pago de la deuda y que no están dadas en garantía por alguna otra obligación con terceros.

v) La calificación preliminar podrá subirse a categoría A cuando el instrumento cuente con garantías suficientes que aseguren que el pago total se hará en las mismas condiciones y plazos pactados con el emisor.