

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

<b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>II. ALCANCE .....</b>	<b>2</b>
<b>III. MARCO NORMATIVO Y REFERENCIAL.....</b>	<b>2</b>
<b>IV. METODOLOGÍA.....</b>	<b>2</b>
1. PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS .....	2
2. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS .....	3
3. ANÁLISIS DE LOS RIESGOS Y CALIFICACIÓN .....	6
A. <i>Aspectos Cualitativos del Análisis</i> .....	6
a. Perfil de Negocio y Estrategia.....	7
b. Gerenciamiento.....	7
c. Propiedad y Grupo Económico.....	8
d. Control Interno y Tecnología de Información.....	9
e. Parámetros de Cálculo de la Calificación Cualitativa .....	9
f. Cálculo de la Calificación Cualitativa .....	10
B. <i>Aspectos Cuantitativos del Análisis</i> .....	10
a. Posición y desempeño financiero.....	10
b. Perspectivas financieras basadas en el Flujo de Caja Proyectado .....	12
c. Contingencias y compromisos.....	12
d. Parámetros de Cálculo de la Calificación Cuantitativa .....	12
e. Cálculo de la Calificación Cuantitativa .....	13
C. <i>Calificación de la Solvencia Global</i> .....	13
4. EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS Y CALIFICACIÓN FINAL .....	14
A. <i>Análisis de Sensibilidad – Escenarios</i> .....	15
B. <i>Contraste de Resultados versus Información Financiera</i> .....	15
5. CALIFICACIÓN FINAL DE LA SOLVENCIA GLOBAL .....	15
6. CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULO DE DEUDA .....	15
7. MONITOREO DE RIESGOS .....	16
<b>V. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN.....</b>	<b>16</b>
<b>VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN .....</b>	<b>18</b>

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

## **I. INTRODUCCIÓN**

La presente metodología de calificación describe el enfoque y los procedimientos que la Calificadora SOLVENTA S.A. utiliza para evaluar y asignar una categoría de riesgo a la solvencia global de una Empresa, conforme al alcance y a las excepciones establecidas en el marco normativo local. A lo largo de dicha tarea, la Calificadora considera sus procedimientos generales para la emisión de calificaciones, que, a efectos de un mejor entendimiento, deben leerse conjuntamente con los “Procedimientos Generales de Calificaciones de Riesgo” definidos por la Calificadora.

Tomando en cuenta los procedimientos referidos, bajo un marco conceptual estandarizado, la calificación surge como resultado de un ejercicio analítico efectuado sobre la solvencia patrimonial de la Empresa, la diversificación de sus negocios e ingresos, la consistencia de las estrategias y objetivos trazados, así como también su administración y propiedad. Igualmente, se realiza una evaluación de la liquidez y fondeo, y de la gestión y tratamiento de riesgos que incluyan procesos tales como: identificación de los riesgos, análisis, evaluación, monitoreo y comunicación de los riesgos.

Luego de la identificación de riesgos, el proceso implica enfocarse en los riesgos que son propios de una Empresa, así como los que provienen de factores externos. El análisis se basa en la vinculación de datos cuantitativos e información cualitativa de manera a determinar la solvencia global, para lo cual, se utiliza información histórica privada y pública que la Empresa aporta voluntariamente, no siendo responsabilidad de Solventa la verificación de la autenticidad de la misma, y aquella disponible de otras fuentes, además de las obtenidas a través de reuniones con sus principales ejecutivos. En relación con los aspectos cuantitativos, el análisis implica asignar un peso importante a los estados financieros, de manera a determinar la capacidad de pago de la Empresa, en función a la probabilidad de no pago del capital e intereses y las características del instrumento.

Posteriormente, en cuanto a la evaluación de dichas Empresas, ésta debe hacerse no sólo considerando su situación presente, sino su performance histórica, sobre todo para valorar su capacidad de mantenerse sólida en el tiempo en un contexto determinado y ante escenarios cambiantes.

En caso de que la calificación de riesgo sea sobre la emisión de títulos de deuda de una Empresa, será considerada como elemento base la calificación final de la solvencia global otorgada por la Calificadora, además de las características de la estructuración y los resguardos o garantías especiales. Esto podría incidir en la determinación de la calificación final, siempre que dichas condiciones, en opinión de la Calificadora, contribuyan al mejoramiento de la capacidad de pago del emisor.

Vale la pena señalar que, a pesar de que el proceso de calificación de riesgos recoge a lo largo del mismo aspectos cualitativos y cuantitativos que califican en escalas cuantificables, se hace imposible que la calificación final sea el producto de un solo valor numérico y rígido, sin considerar distintos elementos que complementan la información financiera y su análisis,

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

recopilados por el Analista de riesgos y valorados al momento de elaborar conclusiones. Dichas consideraciones son incorporadas en la parte final del proceso por el Analista de riesgos como ajustes, basados en su formación, experiencia y en el juzgamiento apropiado de los elementos que permiten generar los argumentos necesarios para sostener su opinión técnica. Dichas opiniones son propuestas y discutidas en la instancia formal de calificación, cual es el Comité de Calificación.

## **II. ALCANCE**

En términos de alcance se puede mencionar que la calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la Empresa, por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, como tampoco aquellos derivados de su uso, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la Empresa de manera voluntaria.

Las calificaciones asignadas por Solventa no deben interpretarse como recomendaciones para comprar, vender o mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

## **III. MARCO NORMATIVO Y REFERENCIAL**

- Ley sobre Calificadoras de Riesgo: Ley 3899/09: Que “Regula a las Sociedades Calificadoras de Riesgos”.
- Reglamentación de la Ley N° 3899/09 y Marco para Títulos de Oferta Pública: Resolución CNV N° 1241/09: Que “Dicta Normas de Carácter General Relacionadas a las Sociedades Calificadoras de Riesgo en Virtud a lo Dispuesto en la Ley 3899”.
- Marco normativo de la CNV para Empresas Emisoras.
- Resolución CNV CG N° 10/14, de fecha 30 de octubre de 2.014.
- Marcos conceptuales sobre la gestión del riesgo: ISO 31000, The Institute of Risk Management Standards, ERM COSO II, metodología de gestión del riesgo PMBOK del PMI.
- Mejores prácticas a nivel local e internacional de calificadoras de riesgo.

## **IV. METODOLOGÍA**

### **1. Proceso de Calificación de Riesgos**

Este proceso incluye una revisión de la calidad de la información proporcionada por la Empresa para determinar si ésta es representativa, válida y suficiente para inferir razonablemente sobre su situación financiera en base a los criterios propuestos para el análisis cualitativo, además de aquella identificada como relevante a partir de otras fuentes, como sus entes reguladores, auditoras externas y otras; y por último, del resultado de las presentaciones, visitas, reuniones y entrevistas con los principales gerentes y responsables de áreas de la Empresa.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

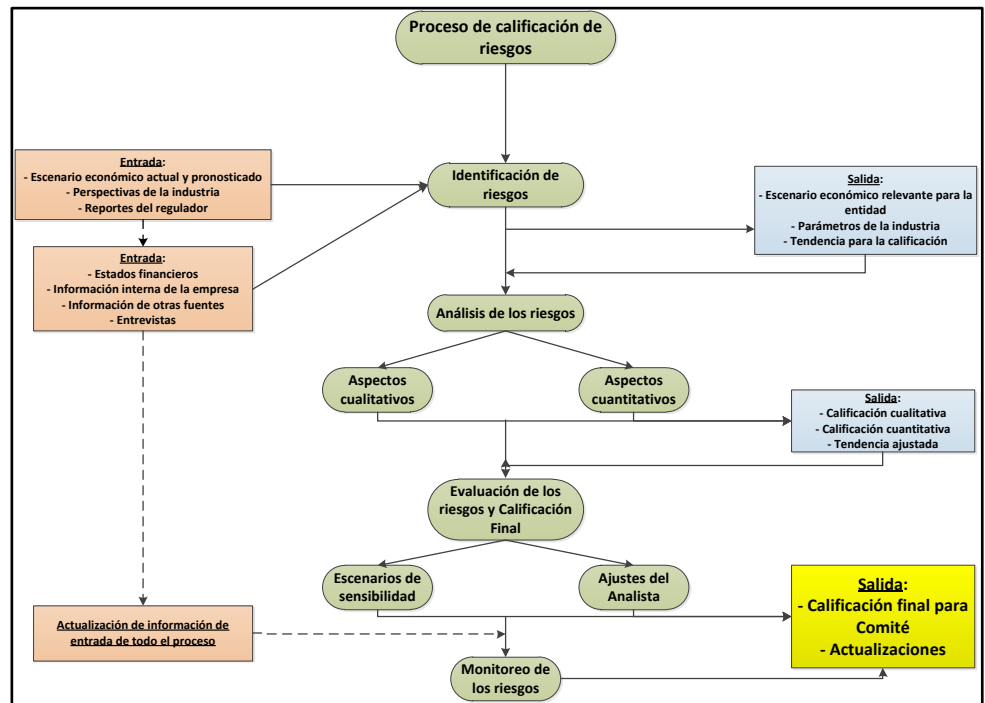
**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

Seguidamente, contempla el análisis cuantitativo de la situación financiera, económica y patrimonial de la Empresa al momento de la calificación, a través de sus cifras y ratios financieros, así como la incidencia del comportamiento de variaciones macroeconómicas y de la industria en la cual se desenvuelve.

Para el efecto, el proceso de calificación de riesgos adoptado por Solventa se fundamenta en el marco conceptual sobre la gestión de riesgos aceptado internacionalmente y de amplia utilización en la materia. A dicho marco de referencia se suman un proceso de calificación estándar de calificadoras de riesgo, que define la estructura del proceso, la secuencia y particularidades, así como los detalles aportados por las lecciones aprendidas de procesos de calificación realizados y la experiencia de los Analistas de riesgo de Solventa y del Comité de Calificación en materia de riesgos.

Dicha combinación de elementos que derivan en el proceso de calificación puede observarse en el gráfico siguiente:



El detalle referente a la explicación de los pasos sucesivos será abordado en las secciones siguientes.

## **2. Identificación de Riesgos**

Para la calificación de riesgos de la Empresa, la identificación de riesgos implica tomar conocimiento y entender los factores externos e internos a los que son sensibles en su desempeño económico, financiero y patrimonial en relación con un escenario pasado y actual, y consecuentemente sobre sus perspectivas futuras.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

Igualmente, se identifican las principales ventajas comparativas en relación a un sector específico, así como las fortalezas y oportunidades que puedan determinar un cierto nivel de riesgo. Para el efecto, se identifican globalmente tres niveles de riesgos:

- ✓ Entorno económico (incluyendo el impacto del contexto legal, político, sociocultural, tecnológico y ambiental).
- ✓ Situación y perspectivas de la industria en la cual se desempeña.
- ✓ Posibles cambios internos en la Empresa.

Identificados dichos niveles, el primer estudio a realizarse comprende detallar las características de los dos primeros niveles (entorno económico e industria relacionada). Posteriormente, el proceso de análisis profundiza la respuesta de la Empresa ante dicho contexto, además de ciertos factores internos a ser evaluados.

Dicha respuesta, ante un entorno e industria dinámicos, supone la gestión adecuada de estrategias y decisiones por parte de la Empresa, que impactan en los resultados económicos. Esto permitirá evaluar su habilidad y competencia para mantener un nivel de solvencia patrimonial y un perfil crediticio adecuado.

Señalados los niveles anteriores, se hace necesario también determinar con mayor precisión el contexto económico mencionado y las variables claves que podrían afectar la tendencia en el desempeño futuro de la Empresa. Así, el Analista de riesgo tomará en consideración información proveniente de fuentes oficiales (Instituciones del Estado, reguladores, organismos multilaterales) o de organizaciones especializadas privadas, para proyectar escenarios bajo supuestos consistentes, de acuerdo a las variables siguientes:

- ✓ Crecimiento histórico y proyectado del PIB, tendencias sectoriales.
- ✓ Niveles de consumo, ahorro e inversión.
- ✓ Nivel de inflación.
- ✓ Tipo de cambio.
- ✓ Política monetaria.
- ✓ Nivel de la balanza comercial.

Por otro lado, será vital identificar tendencias en cuanto a factores propios de la industria donde se desenvuelve la Empresa.

Además, se considerarán aspectos políticos, regulatorios y características de competencia que podrían incidir en el desarrollo de la industria en general y de la Empresa en particular, donde el posicionamiento de la misma en el mercado es considerado en el marco del análisis, conforme a sus niveles y evolución de participación, fortalecimiento patrimonial y crecimiento de la Empresa.

Entre otras variables claves a estudiar pueden mencionarse:

- ✓ Expectativas sobre la industria relacionada.
- ✓ Expectativas sobre industrias afines para caracterizar el mercado de referencia ampliado.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

Por lo general, el límite de riesgo de una compañía se encuentra estrechamente relacionado a los ciclos económicos, naturaleza, características y estructura de una industria. Sobre todo, se da en aquellos sectores donde los ingresos de las empresas y/o consumidores se encuentran expuestos a variables que presentan una alta volatilidad en los precios y/o factores cíclicos de la oferta y demanda.

Así, en cuanto a la industria relacionada, los aspectos más relevantes que se podrían considerar son:

- ✓ Características y estructura: existencia de barreras de entrada y salida, de acceso y mantenimiento en mercados externos; regulaciones especiales (tributarias, tarifarias, presupuestarias, de propiedad u otras); concentración geográfica de los centros de producción; rapidez de la incorporación de los cambios tecnológicos en los procesos productivos; análisis de la fortaleza de la organización sindical y de los sistemas de negociación colectiva; características de la oferta de materias primas e insumos así como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas, u otros.
- ✓ Presencia o ausencia de ciclos económicos en la industria, independiente a los ciclos globales de la economía.
- ✓ Sensibilidad a la demanda interna y externa.
- ✓ Naturaleza del sector: capital intensivo, de servicios, de consumo, etc.
- ✓ Diversificación de negocios en dos o más industrias, y la competencia en cada una para medir el alcance de sus operaciones.
- ✓ La fase en que se encuentra la industria (en crecimiento, estable o decreciente), así como sus perspectivas de crecimiento y/o existencia de potenciales nuevos mercados.
- ✓ Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del PIB, cambios climáticos y sanitarios, conflictos sociales, y otros factores que se estimen adecuados, así como la rapidez de ajuste de la industria ante cambios en la economía local, en la región y/o el mundo.
- ✓ Riesgo de sustitución de productos o existencia de bienes complementarios nacionales o internacionales.
- ✓ Factores determinantes de la competencia en términos de intensidad y localización (regional, nacional o internacional). Por ejemplo: precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, existencia de normas que otorguen algún grado de protección, etc.
- ✓ Comportamiento patrimonial, económico y financiero de los competidores ante factores citados precedentemente, que pueden reflejarse en los índices de rendimiento y eficiencia, en la capacidad de generación de ingresos, así como en la gestión crediticia y en el

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

- grado de dependencia financiera (apalancamiento financiero y niveles de cobertura).
- ✓ Relacionamiento y participación de empresas vinculadas o grupos económicos.

Asimismo, será importante identificar factores propios de una Empresa, que podrían influenciar en su tendencia, como ser:

- ✓ Planes y objetivos estratégicos.
- ✓ Ventajas comparativas respecto a empresas similares.
- ✓ Base de negocios e ingresos.
- ✓ Aspectos organizativos, funcionales y de propiedad.
- ✓ Gestión financiera.

Finalmente, una vez realizado el estudio de los niveles citados el Analista de riesgos estará en condiciones de proponer:

- ✓ Un escenario económico relevante para la Empresa y posibles sensibilizaciones.
- ✓ Parámetros de desempeño para la industria relacionada.
- ✓ Una visión sobre la posible tendencia en la calificación de la Empresa, a ser verificada durante el proceso de análisis descrito en la siguiente sección.

### **3. Análisis de los Riesgos y Calificación**

Durante el proceso de análisis y calificación, Solventa evalúa aspectos cualitativos y cuantitativos que finalmente conducen a determinar en primera instancia una calificación de solvencia global de una Empresa en particular y que luego, de existir necesidad, sirve de base para la calificación de títulos valores de oferta pública, donde adicionalmente se consideran las características particulares de cada emisión en cuestión.

A partir de la información recibida por la Calificadora de fuentes oficiales y de otras fuentes adicionales de información disponible, los Analistas de riesgo o el Team Leader iniciarán el proceso de análisis pudiendo aumentar o disminuir la profundidad del mismo, conforme a la complejidad, tamaño y características de una determinada Empresa.

La calificación de la solvencia global resulta de la evaluación y valoración que se haga de diferentes aspectos considerados dentro del proceso análisis, con el propósito de medir la capacidad de pago de la empresa y/o emisiones en el mediano y largo plazo. Sin que constituya una lista exhaustiva, se exponen en las secciones siguientes las pautas y elementos que se consideran a lo largo del análisis.

#### **A. Aspectos Cualitativos del Análisis**

Los aspectos cualitativos mencionados en este apartado, son aquellos que Solventa considera en su análisis al tratarse de puntos críticos de la gestión de una Empresa y considerados de extrema importancia. Estos factores son vitales para ver "más allá de las cifras" y juegan un papel importante en la evaluación de las fortalezas y debilidades intangibles. Además, una estrecha

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

relación de trabajo con la alta gerencia es de suma utilidad para realizar una adecuada evaluación de los factores cualitativos.

Por otro lado, atendiendo a que el tamaño de la Empresa no es por sí solo un factor dominante en una decisión de calificación, Solventa considera que un enfoque individualizado es más apropiado, sobre todo por las diferencias, por ejemplo, en el control y en los procedimientos de la gestión del negocio, además de otras fortalezas y debilidades competitivas de cada Empresa.

En tal sentido, los aspectos cualitativos analizados incluyen la valoración de factores no solamente relacionados con la gestión actual del negocio, sino con expectativas, planes y proyecciones de una Empresa.

En consecuencia, los aspectos a considerarse son:

**a. Perfil de Negocio y Estrategia**

- El perfil de negocio desarrollado en cuanto a su segmento objetivo, políticas de comercialización y crédito, crecimiento y expansión, así como los esquemas de financiamiento de operaciones.
- Su capacidad competitiva atendiendo a una identificación adecuada de aquellas que representen competencia directa: habilidad para el desarrollo de nuevos negocios, tasas de crecimiento en segmentos y productos, concentraciones y diversificación por línea de negocio, cobertura y expansión geográfica. También se evalúa su grado de participación en el segmento donde opera (market share), considerando el liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de productos o servicios, políticas de inversión en investigación y desarrollo, etc.
- Fortalezas o debilidades en la red de distribución de los productos.
- Características de productos ofertados consistentes, por ejemplo, en bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).
- El nivel de abastecimiento de productos y relacionamiento con sus proveedores.
- Eficiencia operativa en la producción de bienes o prestación de servicios.
- Características de la tecnología empleada.
- Disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos.
- La existencia y el acceso a mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos humanos necesarios para la operación a costos competitivos.

**b. Gerenciamiento**

En el mediano o largo plazo, el logro de los objetivos económicos de una empresa refleja la capacidad de las personas responsables de la dirección de llevar adelante la estrategia planteada.



**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

Si bien no existe un modelo cuantitativo para medir la calidad de la gestión, el análisis de la misma es importante en el proceso de calificación para determinar la consistencia de los planes y el cumplimiento de las metas establecidas. En tal sentido, Solventa también considera el grado de preparación y experiencia de los miembros de la plana Directiva y Gerencial y de los responsables de los diversos Comités. Así, es valorado el funcionamiento de la estructura organizacional en su conjunto, los niveles de decisión y comunicación, la aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo, el grado de respuesta ante su ente regulador y sus controles internos.

De esta forma, el análisis se enfoca en lo siguiente:

- Antigüedad, calificación, trayectoria y experiencia de los miembros de la plana Directiva y Gerencial. Este punto incluye adicionalmente las políticas de gobierno corporativo, principalmente aquellas que promueven la transparencia de la información y en la toma de decisiones, posibles conflictos de intereses, manejo de información sensible, entre otros. También, se podrán recabar antecedentes de personas jurídicas que participen en la empresa.
- Habilidad de la plana Directiva y Gerencial para formular y ejecutar su estrategia de negocios y responder a cambios en la economía o en la industria relacionada logrando resultados.
- Estructura organizacional y legal de la Empresa alineada y consistente con los objetivos estratégicos. Esto incluye políticas consolidadas de recursos humanos, de retención de talentos y de comunicación interna.
- Acceso a los miembros de la plana Directiva y Gerencial.
- Operaciones vinculadas: existencia, naturaleza, cuantificación, calidad de la información.
- Definición clara por parte de la plana Directiva y Gerencial de las políticas y procesos de gestión de riesgos de la Empresa que permitan identificar, analizar, monitorear, comunicar y controlar los riesgos en que incurre. Supervisión activa de la ejecución de los mismos.

**c. Propiedad y Grupo Económico**

En el marco del análisis de la estrategia, Solventa evalúa al propietario o grupo de propietarios en términos de soporte institucional en periodos de stress financiero, inyectando nuevos aportes o capital fresco, o la probabilidad de que otros organismos lo hagan (soporte externo).

Por otro lado, si se trata de una Empresa perteneciente a un grupo empresarial, Solventa considera la preponderancia de la misma dentro del grupo y el nivel de integración existente.

Así, serán analizados aspectos relevantes como:

- Concentración del paquete accionario: antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

toma de decisiones; los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa.

- Grupos económicos: trayectoria, solidez, nivel de participación e influencia de grupo/s empresarial/es en que eventualmente estuviera inserta la Empresa; la importancia estratégica de ésta en el grupo; y cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio, y que no estuviese incluido en las secciones anteriores.
- Filial o sucursal: si se tratase de la filial o sucursal de una empresa extranjera, Solventa considerará el desempeño de su casa matriz en el exterior, así como sus calificaciones y la eventual posibilidad de asistir financiera y estratégicamente en determinados periodos.

**d. Control Interno y Tecnología de Información**

Otro aspecto importante dentro del funcionamiento de una Empresa es el ambiente de control interno, para lo que serán analizadas y valoradas las instancias de control existentes, la estructura organizacional en función al control, la independencia y profundidad de las auditorías, la planificación del control interno, el nivel de ejecución, seguimiento y cumplimiento de los procesos de auditoría.

Finalmente, Solventa analizará las normas y políticas de seguridad de la Empresa, su sistema de información gerencial y sus planes y acciones de contingencia, entre otros aspectos considerados vitales para el funcionamiento continuo de sus operaciones.

**e. Parámetros de Cálculo de la Calificación Cualitativa**

Siguiendo los criterios precedentes, la Calificación Cualitativa consiste en asignar un porcentaje a cada criterio sujeto al análisis, cuyo rango oscila entre 0 y 100%, dividiéndose la escala en las 6 categorías siguientes:

0%	<i>No existe ninguna evidencia, información o argumento consistente sobre la adecuación de la Empresa al criterio evaluado</i>
25%	<i>Debilidades notorias en el cumplimiento de los estándares evaluados</i>
50%	<i>Cumplimiento mínimo de los estándares evaluados</i>
75%	<i>Cumplimiento razonable de los estándares evaluados</i>
90%	<i>Cumplimiento elevado de los estándares evaluados</i>
100%	<i>Cumplimiento sobresaliente de los estándares evaluados</i>

Luego de la evaluación individual de los aspectos cualitativos, corresponde agruparlos en las secciones definidas y realizar el cálculo de la Calificación Cualitativa de acuerdo a lo detallado en el punto siguiente.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

**f. Cálculo de la Calificación Cualitativa**

*Perfil de Negocio y Estrategia*

*Gerenciamiento*

*Propiedad y Grupo Económico*

*Control Interno y Tecnología de Información*

Este resultado es incorporado a la calificación de acuerdo a lo descrito en la sección correspondiente a la metodología.

Dicho análisis concluye con una Calificación Cualitativa, cuya ponderación global corresponde al 50% de la calificación final, mediante la obtención de un resultado en porcentaje (%) de acuerdo a lo siguiente:

$$\text{Nota Numérica Cualitativa} = (11 - 10) \times (\text{Nota cualitativa en porcentaje})$$

**B. Aspectos Cuantitativos del Análisis**

En relación con el análisis de los aspectos cuantitativos, Solventa centrará su atención en el comportamiento y la evolución de indicadores financieros ampliamente utilizados para este fin.

Mediante procedimientos detallados de revisión analítica, se buscará contar con impresiones claras acerca de la situación financiera actual de la Empresa, utilizando como base la evolución histórica de sus estados financieros. El paso siguiente consistirá en evaluar la evolución histórica, los estándares de la industria y proyectar expectativas en base a sus indicadores y resultados financieros, considerando la interrelación de diferentes parámetros cuantitativos y la incidencia sobre su capacidad de pago futura. Dichas expectativas sirven de referencia para evaluar la estabilidad de la calificación en el tiempo.

Así, el análisis propuesto estará focalizado en los siguientes temas:

**a. Posición y desempeño financiero**

- **Rentabilidad:** a partir de la evolución histórica de las ventas o servicios ofrecidos, así como sus márgenes de ganancias y ratios de rentabilidad. En este sentido, también serán considerados los costos de producción, gastos operativos y financieros, y la constitución de provisiones de la Empresa, entre otros factores. Asimismo, será considerada la incidencia de los resultados no operacionales y/o extraordinarios, determinando qué parte de ellos provienen de actividades ajenas al giro normal del negocio.
- **Liquidez y flexibilidad financiera:** a través de la evaluación de sus principales indicadores, de las características de sus activos más líquidos, del calce de monedas entre ingresos y egresos, del grado de dependencia de inventario, de la inmovilización de activos y relacionándolos con el nivel de endeudamiento y estructura de

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

fondeo alcanzados, y del respaldo financiero basado en reservas constituidas e inversiones; así como en líneas de crédito disponibles para enfrentar compromisos de corto plazo con cierta flexibilidad. En ese sentido, se analizará la relación entre los distintos rubros del activo y pasivo corriente y las limitaciones de libre disponibilidad de ciertos activos restringidos como consecuencia de la formación de estructuraciones (por ejemplo: en la constitución de patrimonios autónomos de fideicomisos), por la constitución de garantías, o que por su naturaleza y/o sean de difícil realización.

- **Gestión de la Cartera:** de acuerdo a su modalidad de comercialización (contado o financiado), serán analizadas las características y la calidad de la cartera total de créditos, mediante la evolución de cuentas por cobrar, cartera vencida, morosidad, constitución y desafectación de provisiones, garantías y resguardos establecidos, así como la venta y/o compra de cartera como mecanismos de mantenimiento de la calidad de activos. Asimismo, se considerarán las eventuales pérdidas de la cartera de créditos no cubiertas o no castigadas, como medidas de siniestralidad y sus posibles efectos sobre la calidad de los activos. Esto, a partir de los porcentajes de morosidad y de provisionamiento de la cartera vencida.
- **Gestión del Inventario:** el análisis en este punto estará centrado en el ciclo operativo de la empresa y en un nivel adecuado de inventarios y su rotación para responder a la evolución de las ventas del negocio.
- **Solvencia y Apalancamiento:** considerando el nivel de endeudamiento y la proporción histórica y proyectada de deuda y patrimonio utilizados para financiar los activos de la Empresa. Así, la evaluación hará énfasis en la capacidad de la misma para acceder a diferentes fuentes de financiamiento como proveedores, líneas de crédito y de sobregiro con entidades financieras, emisión de títulos de deuda, entre otros y las condiciones de acceso a dichas fuentes en términos de moneda, plazo, tasas y otros compromisos de corto y largo plazo. Además, para medir la capacidad de cobertura de sus pasivos y/o intereses en el tiempo, será comparada contra su capacidad de generación de flujos operativos o de fondos (cash flow). Por otro lado, en términos de patrimonio neto vale la pena señalar que completarán el análisis, factores tales como el nivel de capitalización, el tipo de acciones sean ordinarias o preferentes, la existencia de reservas de contingencias, así como el grado y la política de fortalecimiento patrimonial y/o de capitalización y distribución de dividendos, ya sea explícita o de acuerdo a sus antecedentes. Finalmente, serán analizados posibles contratos a futuro y la posición que adopta la Empresa para protegerse de los riesgos inherentes al giro del negocio.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

**b. Perspectivas financieras basadas en el Flujo de Caja Proyectado**

- Un aspecto importante del proceso de calificación, se refiere al análisis de las proyecciones del flujo de caja realizadas por la Empresa en el escenario más probable, donde se consideran el calce de ingresos y egresos y la posible sostenibilidad en el tiempo de la generación de flujos de efectivo. En este sentido, será analizada la consistencia y estabilidad o volatilidad del flujo de caja proyectado para el adecuado desarrollo de las actividades operativas, en base a la información histórica recibida y a los supuestos o escenarios establecidos, los que posteriormente serán contrastados con su comportamiento histórico.

**c. Contingencias y compromisos**

- Análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por la Empresa, ya sea por obligaciones propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la compañía.
- Operaciones con personas relacionadas: análisis de las condiciones y montos de los contratos y transacciones realizadas entre la empresa y personas relacionadas, y su importancia en el total de las operaciones.

**d. Parámetros de Cálculo de la Calificación Cuantitativa**

Basado en lo descrito en la metodología de Calificación Cuantitativa se asigna una puntuación para cada aspecto analizado, en función a los criterios descritos y considerando el entorno económico y del sector.

El cuadro siguiente muestra los distintos niveles en que podrá ser calificado el resultado de cada indicador con sus consideraciones y cuya sumatoria podrá ser ajustada para reflejar mejor un valor consistente que sintetice el desempeño para cada uno de los aspectos analizados.

0%	<i>Deterioro importante</i>
25%	<i>Deterioro menor</i>
50%	<i>Comportamiento similar</i>
75%	<i>Mejora menor</i>
100%	<i>Mejora significativa</i>

Cada aspecto específico del análisis cuantitativo tiene una ponderación determinada, así como cada ratio que lo compone. La sección siguiente muestra el cálculo a ser realizado para la calificación cuantitativa.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

**e. Cálculo de la Calificación Cuantitativa**

*Posición y desempeño financiero*

*Perspectivas financieras basadas en el Flujo de Caja Proyectado*

*Contingencias y compromisos*

El resultado de las distintas ponderaciones es incorporado a la calificación de acuerdo a lo descrito en la sección metodológica. Finalizado el análisis cuantitativo, cuya ponderación global corresponde al restante 50% de la calificación final, se obtiene una calificación en (%) porcentaje total, la cual, siguiendo el mismo mecanismo ya propuesto para la Calificación Cualitativa, se obtiene a partir de:

$$\text{Nota Numérica Cuantitativa} = (11 - 10) \times (\text{Nota cuantitativa en porcentaje})$$

**C. Calificación de la Solvencia Global**

Finalmente, se obtiene el resultado final de acuerdo con las ponderaciones utilizadas para ambas calificaciones (igual peso), con lo cual se define una calificación conjunta calculada de la manera siguiente:

<i>Nota Numérica de Calificación =</i>	<i>Calificación Cualitativa x 0,5 + Calificación Cuantitativa x 0,5</i>
--	---

Con este resultado, se verifica la tabla de equivalencias que asocia las notas obtenidas con las categorías alfabéticas de la metodología de calificación.

Rango		Categoría
1,00	1,75	AAA
1,76	2,00	AA +
2,01	2,50	AA
2,51	2,75	AA-
2,76	3,00	A+
3,01	3,50	A
3,76	3,75	A-

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

3,76	4,00	BBB+
4,01	4,50	BBB
4,51	4,75	BBB-
4,76	5,00	BB+
5,01	5,50	BB
5,51	5,75	BB-
5,76	6,00	B+
6,01	6,50	B
6,51	7,00	B-
7,01	10,00	C
10,01	11,00	D
Sin información		E

Tanto la calificación final como la tendencia otorgada estarán indicadas en el documento de síntesis del proceso denominado Informe de Calificación. Los antecedentes del proceso de calificación como ser elementos de revisión, información financiera e interna de Empresa, reportes de entes reguladores, notas de las entrevistas y demás información de relevancia, serán parte integrante de la carpeta de la Empresa Emisora calificada junto con el Informe de Calificación de Solventa.

#### **4. Evaluación de los Riesgos y Calificación Final**

Concluidas la etapa anterior de análisis y de evaluación de los aspectos cualitativos y cuantitativos determinados para Empresas Emisoras y habiendo obtenido una calificación, el Analista de riesgos podrá:

- ✓ Profundizar el modelo de análisis mediante la estimación de diferentes escenarios de sensibilidad o de movimientos de variables críticas o cambios en el entorno; y/o
- ✓ Incorporar juicios técnicos propios elaborados a partir del contraste entre la información disponible y los resultados obtenidos.

Como resultado de dicho proceso, la calificación podrá ser ajustada a partir de argumentos técnicos consistentes.

A continuación, se detallan los dos puntos mencionados.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

**A. Análisis de Sensibilidad – Escenarios**

En el marco del análisis de sensibilidad, podrán considerarse escenarios simulados de estrés ante potenciales pérdidas de liquidez por parte de la Empresa y/o un deterioro notorio y acelerado de la cartera de clientes afectando las ventas. La magnitud de dichos cambios será propuesta por el Analista de riesgo y servirá como parámetro uniforme para todas las empresas del mismo sector.

**B. Contraste de Resultados versus Información Financiera**

El contraste mencionado supone una evaluación sobre la consistencia entre los resultados arrojados por el modelo de análisis cuantitativo y la evolución de la situación financiera de la Empresa. Es decir, se pretende que el Analista de riesgo sea capaz de incorporar a la calificación cualquier ajuste que sea necesario para expresar o demostrar de manera más efectiva el desempeño financiero de la Empresa o su tendencia, a partir de información que pudo haber sido capturada sólo parcialmente por el modelo de análisis cuantitativo, o que en forma aislada o individual no haya reflejado todos los aspectos necesarios para su correcta valoración.

Entre los aspectos fundamentales a ser considerados para realizar los ajustes descritos, se encuentran: el posicionamiento Empresa Emisora en el sector, la capitalización, la fortaleza financiera de los principales accionistas, la calidad de sus activos, la eficiencia en el rendimiento y la liquidez.

**5. Calificación Final de la Solvencia Global**

Una vez incorporados a las calificaciones aquellos ajustes que complementan el análisis hecho, es propuesta una calificación final mediante el Informe de Calificación elaborado por el Analista de riesgos y elevado al Comité de Calificación de Riesgos de Solventa para su discusión y formalización.

**6. Calificación de la Emisión de Título de Deuda**

Para determinar la calificación de un programa de emisión global de títulos de deuda emitido por una Empresa calificada por Solventa, el factor relevante será la calificación de la solvencia global otorgada por la calificadora, pues el análisis de la solvencia en gran medida determina la capacidad que tendría una Empresa para cumplir con sus compromisos.

Seguidamente, Solventa considerará 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 adicionalmente, el programa de emisión cuenta con garantías de bienes instrumentados a través de fideicomisos de cesión de derechos o bienes, así como avales de personas físicas o jurídicas, y/o resguardos que impliquen contractualmente el cumplimiento de ciertos compromisos por parte del



**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

emisor, podría mejorar la calificación de dicho programa, siempre que dichas condiciones contribuyan al mejoramiento de la capacidad de pago del emisor.

### **7. Monitoreo de riesgos**

El proceso de monitoreo inicia apenas fue obtenida la calificación final, ya que los eventos que pueden afectar una calificación pueden ocurrir en cualquier momento. Para ello, el Analista de riesgos deberá recopilar de diversas fuentes información relativa a la Empresa, a la industria relacionada y a sectores afines para monitorear efectivamente el desempeño de la empresa, evaluando el contexto donde se desenvuelve y los resultados que dicha que va generando.

Será necesario mantener una base de datos actualizada con la información mencionada que permita simular escenarios distintos y observar el efecto sobre la calificación realizada.

De acuerdo a las normas vigentes, la calificación de la Empresa será actualizada en forma periódica.

## **V. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN**

Conforme a la normativa vigente para las calificadoras de riesgos en Paraguay, respecto a las categorías de calificación a ser utilizadas, Solventa incorpora las siguientes categorías en las calificaciones de solvencia global de una empresa o de los programas de emisión de títulos de mediano y largo plazo:

**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 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.

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

**Categoría B:** Corresponde a aquellos instrumentos 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 su parte, Solventa incorpora las siguientes categorías o niveles para la calificación de la emisión de títulos de corto plazo:

**Nivel 1 (N-1):** 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.

**Nivel 2 (N-2):** 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.

**Nivel 3 (N-3):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.

**Nivel 4 (N-4):** Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2, N-3.

**Nivel 5 (N-5):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee 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 prefijo “py”.

Solventa 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 a criterio del Comité de Calificación, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a

**Metodología  
de Calificación  
de la Solvencia  
Global de  
Empresas y/o  
sus Emisiones**

**Solventa S.A.  
Calificadora  
de Riesgos**

**Marzo 2017**

su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

## **VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN**

Conforme a las perspectivas y expectativas de mediano y largo plazo que Solventa contemple para la calificación otorgada, añadirá una apreciación / opinión acerca de la “Tendencia” que podría tener en un horizonte de 12 a 24 meses, 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:

- f. Fuerte (+): Indica que la calificación puede subir.
- g. Sensible (-): Significa que la calificación puede bajar.
- h. Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.

Por otro lado, Solventa 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, Solventa 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 seis meses, tiempo en el cual requerirá una confirmación o revisión antes de los 12 meses.

Entre los casos frecuentes bajo los cuales se otorga calificación “en observación” se encuentran: fusiones, recapitalizaciones, acciones de entes reguladores o desarrollos operacionales ocurridos o que cuentan con altas probabilidades de ocurrencia.