




Fecha de emisión: Febrero 09, 2019	Vigencia: Febrero 14, 2019	Código: PCR-MET-P-015	Versión: 01	Página: 1 de 7
---------------------------------------	-------------------------------	--------------------------	----------------	-------------------



Metodología de calificación de riesgo para empresas *holding*

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enriquez Jefe de Metodologías		Febrero 04, 2019
Revisado por	Paul Caro Dirección de Análisis		Febrero 09, 2019
Aprobado	Oscar Jasauí Presidente Ejecutivo		Febrero 09, 2019

Título: Metodología de calificación de riesgo para empresas <i>holding</i>	Código: PCR-MET-P-015	Versión: 01	Página: 2/7
---	--------------------------	----------------	----------------

Índice

1. Objetivo	3
2. Alcance.....	3
3. Definiciones	3
4. Condiciones básicas.....	3
5. Condiciones específicas	4
Principales factores de análisis.....	4
Categorías de calificación	6

Título: Metodología de calificación de riesgo para empresas <i>holding</i>	Código: PCR-MET-P-015	Versión: 01	Página: 3/7
---	--------------------------	----------------	----------------

1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo para empresas *holding* o grupos corporativos. Esta metodología puede ser complementada con las metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, metodologías de calificación de riesgo de instituciones financieras, seguros, fondos de inversión y demás industrias que sirven de apoyo para entender la viabilidad de los flujos del *holding*.

2. Alcance

La presente metodología aplica para empresas *holding* o grupos corporativos que tiene como objeto de largo plazo la generación de capital a través de la inversión en activos esperando que estos crezcan en valor, además de administrar y eventualmente vender algunos activos o reinvertir en nuevos proyectos. Además, una empresa *holding* busca participar en más de una industria, local, regional o globalmente; por lo que, si participará en un solo sector se considera su intención de diversificar en más sectores en el futuro y la dependencia de sus gastos operativos con los dividendos que percibe. La calificación puede ser a una emisión o como fortaleza financiera.

También, se considera como parte del *holding* o grupo corporativo a las empresas con participación en *joint ventures* exclusivo o con control compartido siempre que tenga acceso a su flujo de caja o que provea soporte patrimonial en escenarios de estrés.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. Definiciones

Emisor

Es la empresa que pone en circulación títulos valores. *E.i.: issuer*

Solvencia / fortaleza financiera

Capacidad para satisfacer las deudas contraídas; y por extensión, reconocimiento del público de la respetabilidad de una persona o sociedad en los negocios. También se aplica a los Estados en lo que respecta al pago de su deuda exterior. *E.i.: credit strength*

Título valor

Es el documento expresivo de la tenencia de un derecho sobre una sociedad (acción, obligación) o sobre un deudor (deuda pública, papeles del tesoro, cheque). Puede ser título nominativo o título al portador. *E.i.: instrument, security, issue, money market instrument* (título valor de corto plazo)

Portafolio / cartera de inversión

Tenencia de valores cuyo objetivo es el rendimiento por dividendos y aplicaciones, y no un beneficio por compraventa. *E.i.: investment portfolio*

Dividendo

El dividendo activo es la cantidad de dinero que, al distribuir beneficios una compañía —y después de engrosar las reservas, dotar amortizaciones, y pagar los impuestos—, corresponde a cada acción. // Dividendo pasivo: cada una de las cantidades parciales que se compromete a satisfacer el suscriptor de una acción u obligación, a requerimiento de la entidad emisora, hasta llegar al desembolso total de la cantidad comprometida. *E.i.: dividend*

Doble apalancamiento

Ocurre cuando una deuda es emitida por el *holding* y los cobros son invertidos en alguna subsidiaria como *equity*. De esta forma el *holding* inyecta capital en la subsidiaria que le permitirá poder incrementar su apalancamiento. Por lo que, dado que el nivel de capital del *holding* no ha cambiado, a través del doble apalancamiento, el *holding* está más expuesta a la subsidiaria. *E.i.: double leverage*

4. Condiciones básicas

En general, la calificación de una empresa *holding* refleja el perfil de riesgo que asume producto de su inversión en cada empresa e industria considerando cada modelo de negocio, el enfoque estratégico del *holding* respecto de cada posición, el riesgo país de los mercados donde opera, el riesgo fundamental de los activos que generan los flujos (liquidez, crédito y diversificación) y su desempeño financiero. El desempeño financiero de una empresa *holding* depende de su capacidad para ejecutar adecuadamente inversiones rentables, con niveles moderados de apalancamiento y estables fuentes de fondeo bajo el establecimiento prudente de políticas de riesgo (apetito de riesgo).

Una empresa *holding* normalmente no tiene o presenta limitadamente operaciones de los negocios en los que participa, por lo que se espera que este tipo de empresas estén diversificadas sin un *core business* estratégico importante. Su principal negocio consiste en maximizar su portafolio de inversiones y periódicamente rotar sus activos en busca de realizar ganancias de capital, y acumular dichos fondos para nuevas inversiones. Inclusive, se considera que el *holding* es independiente financieramente de las compañías de su portafolio, al punto que esta las puede financiar o garantizar y evitar un contagio ante un incumplimiento particular.

Título: Metodología de calificación de riesgo para empresas <i>holding</i>	Código: PCR-MET-P-015	Versión: 01	Página: 4/7
---	--------------------------	----------------	----------------

5. Condiciones específicas

Dado el modelo de negocio de una empresa *holding*, endeudarse para financiar participaciones de capital en ciertos sectores, ésta asume el riesgo de pagar el servicio de la deuda principalmente con dividendos o cobros de administración de las empresas que conforman el portafolio, en contraposición a lo que una corporación realiza con flujos de caja. Dichos dividendos recibidos por las empresas del portafolio son discrecionales y subordinados a los demás compromisos establecidos por ellas para mantener el curso de sus operaciones. Otro riesgo asumido por una empresa *holding* es el descalce entre sus activos y pasivos inherente puesto que no generan abundante flujo de caja y requieren de su capacidad para refinanciar deuda o en último caso de la liquidación de alguna de las operaciones, sujeto a la liquidez de los mercados.

Cuando una empresa *holding* presenta posición en otros mercados se considera el riesgo que asume la empresa para transferir o repatriar sus dividendos, el nivel de liquidez del mercado origen, regulaciones tributarias y el nivel de protección al inversionista evaluado de forma consolidada respecto de los mercados donde opera.

La liquidez de los activos que conforman el portafolio es un aspecto importante para evaluar el riesgo fundamental de la cartera de inversión puesto que la capacidad de la empresa *holding* para vender sus posiciones rápidamente, a precios razonables, es una herramienta de último recurso para pagar el servicio de su deuda. Por otro lado, la mayor diversidad del portafolio sea por activo, por industria o por territorio permite a la empresa *holding* contar con dividendos poco correlacionados a una sola línea de negocio. También, la calidad crediticia de cada participante en el portafolio es relevante para la evaluación del riesgo fundamental puesto que la empresa *holding* puede perder valor dado que una participación es siempre subordinada a otros compromisos.

La capacidad de la empresa para realizar inversiones rentables, ejecutar las adquisiciones a tiempo y deshacerse de ciertas posiciones en atractivos términos económicos es crítico para el éxito de una empresa *holding*. Es de esta forma como la empresa crea valor para sus accionistas en el contexto de políticas de riesgo prudentemente establecidas.

El nivel de apalancamiento incluye las deudas contraídas por las empresas que conforman el portafolio, así como los instrumentos de deuda convertibles y las garantías ofrecidas, descontando los activos más líquidos; esto es comparado con el capital consolidado. Adicionalmente, la diversidad y estabilidad de las fuentes de fondeo permite a la empresa *holding* reducir el riesgo de refinanciamiento.

Principales factores de análisis

La calificación presenta tres factores cualitativos y cuantitativos:

- Riesgo fundamental
- Riesgo país en otros mercados
- Apalancamiento y fuentes de fondeo

a. Riesgo fundamental

El riesgo fundamental está basado en la calidad de los activos que forman el portafolio en términos de liquidez, crédito y diversificación, además de la capacidad del *holding* de realizar inversiones que contribuyan a mejorar el perfil de riesgo de su negocio. La liquidez de cada activo que conforma el portafolio está relacionada a la velocidad en que dicho activo puede liquidarse a un precio razonable como último recurso en situaciones, por ejemplo, de incapacidad de refinanciar su deuda. Se considera la participación del *holding* en el activo, si está listada en bolsa, y el nivel de dividendos que percibe.

En la capacidad de pago de las empresas que forman el portafolio se evalúa el riesgo que el activo entre en incumplimiento o reduzca su capacidad de generación de valor. En caso de incumplimiento, la empresa perderá todo su valor puesto que los flujos que se dirigen hacia el *holding* están siempre subordinados de las demás obligaciones del activo. La capacidad de generación de valor es evaluada en términos del nivel y estabilidad de ingresos y reparto de dividendos recurrentes. Una mayor generación de capital y continuo flujo hacia el *holding* muestra menos necesidades de capital por parte del *holding*.

Para evaluar la capacidad de pago del activo se considera previamente la calificación de riesgo de largo plazo local otorgada por PCR¹. También se consideran las calificaciones de solvencia (fortaleza financiera) y deudas de corto plazo. Si se cuenta con calificaciones de riesgo internacionales (registrada en NRSRO) y PCR considera que puede establecer equivalencias con dicha calificadora, se toma la calificación homologada. Además, cuando la entidad cuenta con calificaciones internacionales de diversas

¹ Se puede utilizar calificaciones de otras entidades que PCR considere confiables (calificadoras de riesgo u otras como organismos). A criterio de PCR, estas calificaciones pueden ser ajustadas. Sin embargo, PCR puede no aceptar calificaciones de riesgo de terceros.

Título: Metodología de calificación de riesgo para empresas <i>holding</i>	Código: PCR-MET-P-015	Versión: 01	Página: 5/7
---	--------------------------	----------------	----------------

calificadoras NRSRO, se toma la de mayor riesgo. Las calificaciones deben contar con una antigüedad máxima de 12 meses contados a partir de su fecha de emisión. Sin embargo, PCR podría limitar su utilidad si se cree o espera que la capacidad de pago de dicha entidad este variando.

Contar con un portafolio diversificado en activos, industrias y presencia geográfica agrega valor para el *holding* y reduce su perfil de riesgo. El riesgo es alto cuando las líneas de negocio participan en una misma industria y cuando éstas operan en industrias diferentes es vital identificar las zonas geográficas. Líneas de negocio en diferentes industrias y con presencia global permiten reducir el riesgo significativamente.

La habilidad del *holding* para realizar inversiones en activos rentables, integrar cada activo a su modelo de negocio en los tiempos esperados y liquidarlos en condiciones económicas atractivas son aspectos clave para el éxito del *holding*.

b. Riesgo país en otros mercados

El análisis de riesgo país se realiza bajo las metodologías PCR de riesgo soberano y la metodología para homologar calificaciones de riesgo en otros mercados.

Es importante considerar que los fundamentos de riesgo de una compañía son los mismos sin importar el mercado donde se dirijan sus flujos. Sin embargo, cuando el *holding* toma riesgo en dicha compañía, ésta enfrentará diversos factores externos a la empresa que podrían afectar su propia capacidad de pago y los flujos que de ella provengan.

c. Apalancamiento, calce de flujos y fuentes de fondeo

El nivel de apalancamiento del *holding* es un indicador clave para determinar su perfil de riesgo financiero a través del índice *loan to value*. Se evalúa también el adecuado calce de su flujo de caja y su estructura de capital. Las deudas que incluye el análisis son las de todas las empresas que conforman su portafolio, las garantías otorgadas en favor de subsidiarias y los instrumentos de deuda emitidos a través de vehículos de financiamiento. Se pueden descontar el efectivo y las inversiones más líquidas y accesibles para un posible pago inmediato de deudas; además excluir los instrumentos convertibles en acciones y las garantías otorgadas en favor de alguna compañía del portafolio. De este modo entender, además, que el *holding* podrá recibir los flujos esperados de las subsidiarias.

Cuando el *holding* presenta compromisos de inversión en nuevos proyectos o pactados con las empresas que conforman el portafolio se evalúa la fortaleza del compromiso, considerándolos como obligaciones y no disponibles para pago de deudas. Otro aspecto de igual importancia es el valor de mercado de las empresas que no cotizan en bolsa calculados a través de su valor en libro o por análisis de múltiplos comparado con operaciones recientemente realizadas.

También, cuando el *holding* está altamente apalancado se toma en cuenta la mayor dificultad de liquidar activos para pagar deudas incrementando así su riesgo de refinanciamiento. Y en caso logré liquidar algún activo, el *holding* podría verse más apalancado luego de la operación o liquidar más activos para mantener un mismo nivel de apalancamiento.

El nivel de apalancamiento puede verse potenciado cuando el *holding* adquiere un nuevo activo o inyecta capital en una subsidiaria a través de deuda permitiendo así que el nuevo integrante del portafolio o la subsidiaria apoyada pueda inclusive incrementar también su apalancamiento, esquema denominado como *doble apalancamiento*. Entonces, dado que el *holding* mantiene el mismo nivel de capital, el efecto inmediato es que el *holding* soportará ahora un mayor nivel de activos y estará bastante más expuesto a la subsidiaria que recibió el efectivo. En resumen, cuando el capital está doblemente apalancado, el *holding* estará expuesto a un mayor nivel de pérdidas no anticipadas, es decir, más riesgo. En este sentido, el *holding* deberá proveer información que evidencie la actividad entre las compañías del grupo.

Por otro lado, al analizar el flujo de caja se revisa el calce de flujos del *holding* considerando los ingresos de efectivo recurrentes (dividendos, cobros por administración e intereses recibidos) y los egresos no discrecionales (operaciones, intereses e impuestos). Se puede considerar como ingresos otros activos productivos como regalías o la liquidación de bienes muebles o inmuebles siempre que estos tenga razonabilidad suficiente de liquidarse en tiempo y precio.

Además, la evaluación de las fuentes de fondeo y su estructura de capital sirve para determinar el riesgo de refinanciamiento en el tiempo (2 años anteriores, el año presente y 3 años futuros). La diversidad de las fuentes de financiamiento, la madurez de las obligaciones y su relación con los acreedores son considerados. Se considera la estructura de deuda del *holding* porque se considera que la inversión en

equity es de largo plazo y debe estar calzado con su deuda, también la estructura de gastos podría afectar al flujo disponible para el pago de deudas y las diferencias en los regímenes contables que pueden generar mayor capital y no flujo de caja.

Categorías de calificación

- Emisiones de corto plazo (CP) ²

Nivel alto	1+	Valores con la más alta certeza de pago oportuno. El deudor presenta una liquidez a corto plazo, factores de operación y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.
	1	Valores con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección del deudor son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.
	1-	Valores con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez del deudor es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son pequeños.
Bueno	2	Valores con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del deudor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Satisfactorio	3	La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que el valor sea calificado como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores y sujetos a variaciones.
No califica para inversión	4	Valores con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.
Incumplimiento	5	Valores donde se ha incumplido con las condiciones de pago.
	E	Corresponde a aquellos valores que no poseen información suficiente o ésta no es representativa. Esta escala no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías 2 y 3 inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo con la identificación asignada a cada mercado³.

² En PCR se tiene establecidos código para cada categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de corto plazo (CP) es PCR-MET-P-510.

³ La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP)⁴

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo con la identificación asignada a cada mercado⁵.

⁴ El código para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

⁵ En base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.