

Manual de Procedimientos de Calificación de Riesgo

Índice

• Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.	6
• Procedimiento de calificación.....	8
• Utilidad de la calificación.....	10
• Información requerida para la calificación	10
• Factores determinantes de una calificación	11
• Análisis cuantitativo	11
• Análisis cualitativo	11
• Categorías de calificación y tendencias	12
• Valores de deuda	13
• Acciones.....	14
• Cuotas de fondos colectivos de inversión	15
• Niveles de calificaciones de riesgos iniciales de fondos colectivos, cuya oferta pública sea dirigida.....	16
• Valores provenientes de procesos de titularización	17
• Política de difusión.....	18
• Estructura del perfil de calificación.....	18
• Reglas en materia de incompatibilidades e impedimentos.....	20
• Reglas para funcionamiento del Comité de Calificación de Riesgo.....	21
• Procedimientos de seguridad de información reservada.....	22
• Procedimiento de calificación de valores representativos de deuda.....	23
• Análisis previo	23
• Procedimientos de calificación de valores de deuda.....	24
• Análisis preliminar de la capacidad de pago	24

- Características de la industria..... 24
- Posición de la empresa en su industria..... 25
- Indicadores de la situación financiera del emisor..... 25
- Características de la administración y propiedad..... 27
- Gobierno Corporativo 27
- Racionalidad del producto o servicio 28
- Probabilidad de no pago..... 29
- Características del instrumento 29
- Resguardos del instrumento 29
- Garantías del instrumento..... 30
- Otros riesgos 31
- Criterios Básicos..... 31
- Determinación de la calificación..... 31
- Procedimiento de calificación de acciones..... 32
 - Procedimientos..... 32
 - Otros riesgos 34
 - Interpretación de los resultados 34
 - Determinación de la calificación..... 34
- Procedimiento de calificación de riesgo para cuotas de fondos colectivos de inversión 35
 - Definición de Fondo Colectivo de Inversión 35
 - Análisis previo 35
 - Procedimientos normales de calificación de cuotas de fondos colectivos de inversión 35
 - Solvencia técnica de la sociedad administradora..... 36
 - Política de inversión del fondo 36
 - Calificación de riesgo de las inversiones 37

- Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantiene el fondo..... 37
- Otros factores 38
- Otros riesgos 39
- Determinación de la calificación..... 39
- Procedimiento de calificación de riesgo para los valores provenientes de procesos de titularización..... 39
 - Introducción 39
 - Estructuración de las emisiones 40
 - Aspectos crediticios de las emisiones..... 45
 - Metodología de calificación..... 51
 - Análisis de factores cualitativos 54
 - Análisis de factores cuantitativos 61
 - Otros riesgos 63
 - Calificación de valores provenientes de procesos de titularización 63
- Impedimentos para emitir una calificación 63
 - Entrega de información falsa o tendenciosa 63
 - No presentación de estados financieros consolidados..... 64
 - Idoneidad de los patrocinadores 64
- Fuentes de Información Utilizadas para la calificación 64
- Incompatibilidad e impedimentos 65
- Plan de Trabajo para la Calificación de Riesgo..... 65
- Determinación de la calificación..... 72
 - Ponderación de puntajes para valores representativos de deuda 72
 - Ponderación de puntajes para acciones 76
 - Ponderación de puntajes para cuotas de fondos colectivos de inversión..... 81
 - Ponderación de puntajes para fondos colectivos cuya oferta pública sea dirigida 83

- Ponderación de puntajes para valores provenientes de procesos de titularización 86
- Ponderación de puntajes para valores provenientes de procesos de titularización de inmuebles y de proyectos inmobiliarios..... 91
- Para los casos de titularización de inmuebles y de Proyectos inmobiliarios se deberá considerar todas las ponderaciones del acápite anterior, excepto las de racionalidad del producto o servicio que son específicas para estos casos y que se detallan a continuación: 91
 - Titularización de inmuebles 91
 - Titularización de proyectos inmobiliarios..... 92
- Anexo 95
 - Glosario de Términos 95
 - Notas al pie 96

Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. es una empresa orientada a realizar todo tipo de calificaciones de riesgo, en especial calificaciones de instituciones financieras, compañías de seguros, emisiones de valores de deuda, valores de renta variable, valores provenientes de procesos de titularización, fondos colectivos de inversión, acciones, así como evaluar riesgos específicos de administradoras de fondos, fideicomisos, fiduciarios públicos, casas de valores, bolsas de valores. La compañía y sus administradores son completamente independientes de criterio, puesto que no poseen ningún vínculo económico, directo o indirecto, con algún intermediario o emisor en el mercado de valores domésticos o del extranjero, ni con ninguna otra persona jurídica de acuerdo con lo establecido por la Ley del Mercado de Valores.

La Calificadora emite su juicio basado fundamentalmente en el análisis efectuado de la información proporcionada por el sujeto o valores objeto de calificación, así como por otra serie de datos que posee u obtiene de diferentes fuentes que considera fidedignas, con el objeto de cruzar y complementar la información.

No obstante se da un gran peso a los estados financieros, se trabaja en ocasiones con resultados parciales proporcionados por funcionarios de las compañías o sujetos de calificación, así como sus proyecciones. Dado esto, conviene advertir que la información y cifras que se utilizan en los análisis de ninguna manera son auditadas por la calificadora, por lo que ésta no se hace responsable de errores u omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información. No obstante PCR considera la integridad de la contabilidad y auditoría, que incluyen el grado de revelación de información financiera e información no financiera (incluyendo agresividad de las prácticas contables y posibles debilidades de control). El manejo contable podría influir en la calificación debido a que estas inciden en la presentación de los estados financieros de la entidad.

Las calificaciones que ofrece CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A. son opiniones relativas a calidad de crédito y no pretenden propiciar la compra / venta de valores.

PCR considera que una empresa puede llevar a cabo diversas emisiones de valores y en cada una de ellas podrá tener diferente evaluación en función de sus características individuales. Por lo anteriormente expuesto, no necesariamente a todas las emisiones de una sola empresa les corresponde la misma calificación.

Mientras tanto, en lo que respecta a las calificaciones de valores emitidas para instituciones financieras o compañías de seguros, la calificación se refiere a la institución emisora como tal, y, dependiendo de cada una de las características individuales de sus emisiones, se calificará el instrumento. De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 25, Sección V, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.¹

CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A., sus accionistas, administradores, miembros del comité de calificación, empleados y dependientes, asesores contables, asesores legales, asesores informáticos y auditores externos, estarán obligados a guardar reserva de toda información que, de acuerdo con las normas legales existentes o a solicitud del emisor u originador, no está autorizada a revelar públicamente.

CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A. pretende auxiliar al administrador de inversiones en su toma de decisiones, pero de ninguna manera sus

calificaciones deberán considerarse como una sugerencia o recomendación para invertir, comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen aval o garantía de la emisión o del pago del valor; es sólo una opinión independiente que deberá tomarse en cuenta junto con otras variables, como un factor complementario en las decisiones de inversión.

Procedimiento de calificación

El proceso de calificación de Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. pretende lograr una verdadera comunicación entre el sujeto de calificación o valores objeto de la calificación y el comité de calificación. Se busca que desde el inicio de cualquier calificación, el analista o analistas asignados, según sea el caso, conozcan el perfil de sujeto de calificación, así como los planes de los emisores de los valores objeto de la calificación en cuanto al tipo de instrumento, el monto, plazo, destino y demás características. Asimismo, resulta primordial establecer los tiempos en que el emisor habrá de tener disponible la calificación, con objeto de que esté acorde con su programa y el análisis no se vuelva una limitación o impedimento de género burocrático.

Resulta difícil resumir un proceso de calificación típico, puesto que éstos son variados y en general se establecen caso por caso, dependiendo de factores tales como características del emisor u originador, tipo de emisión, calidad de información y otros. No obstante, con objeto de dar una descripción, se podría afirmar que las etapas generales que se siguen son las siguientes:

1. Análisis de información financiera-económica histórica. De ser posible de los últimos cinco años, caso contrario de la información histórica disponible, siempre que dicha información cumpla con lo requerido en la Ley de Mercado de Valores.
2. Visita al cliente .
3. Validación de proyecciones
4. y análisis de la emisión.
5. Reunión de funcionarios de la empresa emisora u originadora con los analistas.
6. Sesión del comité de calificación.
7. Asignación de calificación.
8. Vigilancia y seguimiento por parte del analista responsable y el comité de calificación.

Para los casos que sea preciso o para aquellos que requieran una mayor profundización en el análisis cuantitativo, la Calificadora de Riesgos procederá a realizar sensibilizaciones de las proyecciones presentadas por sujeto de calificación, el emisor, o el originador , así como también podrá estresar indicadores financieros de acuerdo con situaciones que se pudieran prever; tales como: niveles mayores de endeudamiento, reducción de ingresos, informe de auditoría con opinión calificada, entre otros.

Una vez asignada la calificación, ésta será comunicada al sujeto de calificación, el emisor, o el originador dentro de los posteriores tres días laborables. Si cliente no estaría de acuerdo con la calificación asignada o considera que existe un error en la misma, dispondrá de tres días hábiles contados desde la fecha de recepción formal de la calificación, para que pueda objetar motivada y documentadamente la calificación, comunicando este particular por escrito tanto a la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. como a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, adjuntando información adicional al escrito de objeción. Así mismo, Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. comunicará inmediatamente y por escrito a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros de cualquier objeción a la calificación asignada y presentada, que reciba del emisor u originador, adjuntando copia de la comunicación recibida. La calificadora practicará la respectiva revisión y dará respuesta dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha de recepción legal de la objeción.

La calificación de la emisión se revisa formalmente cada semestre, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados. Lo que se pretende con esto es observar si existen desviaciones importantes respecto a las consideraciones iniciales, y, de existir, se establece la comunicación con el sujeto de calificación, el emisor, o el originador para aclarar las causas. Si éstas son sólo de carácter temporal, la calificación no se altera y se la ubica bajo observación. Nuestra perspectiva es integral, no de corto plazo, por lo que se evitan variaciones innecesarias en las calificaciones. Por el contrario, si se considera que la desviación es producto de un cambio fundamental en la posición de la compañía, se realiza a la brevedad el cambio en el sentido que se considere prudente.

Los resultados conocidos proporcionan en el mejor de los casos, una orientación del posible comportamiento futuro que se puede esperar en el desarrollo de una compañía, por lo que su cuidadoso análisis se constituye en un recurso de cualquier intento de incorporar cifras al análisis de clarificación de calidad de crédito. Con objeto de fortalecer y mantener actualizadas sus calificaciones, Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. da importancia en sus criterios de calificación a los flujos de efectivo, por lo que resulta primordial el seguimiento permanente de los factores fundamentales de las empresas. Sólo esta perspectiva y la evaluación continua de los factores fundamentales pueden consistentemente, y en forma actualizada, determinar el potencial de cobertura del servicio al interés y principal de las emisiones.

La dinámica y evolución de los mercados requieren de constante actualización de los sistemas y herramientas de análisis, en este sentido esta metodología está en permanente revisión y mejora. De ser necesario se podrán incluir nuevos instrumentos de medición, parámetros e indicadores, que nos permitan estar acorde con el desarrollo de las finanzas.

De acuerdo a la norma, únicamente se podrá suspender el proceso de revisión de la calificación, cuando se retiren de circulación los valores de una emisión, o cuando la inscripción de éstos haya sido cancelada en el Catastro Público de Mercado de Valores, previa notificación a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, a las bolsas de valores y demás asociaciones de autorregulación.

Si durante el proceso normal de revisión, el sujeto de calificación, el emisor, o el originador no colaborare con la entrega de la información necesaria y suficiente para realizar tal labor, la sociedad calificadora solicitará apoyo a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, la misma que, en caso de renuencia del sujeto de calificación, el emisor, o el originador , podrá ordenar la suspensión del registro del emisor o del valor en el Catastro Público de Mercado de Valores, sin perjuicio de que pueda aplicar las prevenciones y sanciones establecidas en la Ley de Mercado de Valores.

Utilidad de la calificación

La evolución del mercado de valores ha conducido a que acudan a él un mayor número de emisores, algunos de éstos poco conocidos. Los mercados secundarios han adquirido una actividad inusitada y los plazos promedio de las emisiones se han prolongado. Todo esto ofrece más alternativas para los participantes, teniendo como contraparte mayores riesgos.

Para que un mercado de dinero y capital opere en forma eficiente se requiere que las partes estén bien informadas, siendo imperativo que el administrador de portafolios disponga de un análisis de calidad.

Dentro de estos mercados resalta la importancia de las calificadoras de riesgo, empresas especializadas en analizar las emisiones con sistemas profesionales, estandarizados y autónomos, que indican la solvencia y capacidad potencial de pago oportuno de las diferentes emisiones en una escala predeterminada de calificaciones, que se hace de conocimiento público y que es ilustrativa, comprensible y suficiente para que el inversionista conozca la realidad de cada emisión.

Una vez que se encuadra la emisión dentro del marco general de calificaciones, se amplían sus posibilidades de operación dentro del mercado secundario.

Información requerida para la calificación

En todos los casos el sujeto de calificación, el emisor, o el originador proporciona la información de sus estrategias, políticas, mercados, finanzas, etc. y la calificadora emite su juicio fundamentado en el análisis efectuado de esta información proporcionada por el emisor, así como por otra serie de datos que posee u obtiene de otras fuentes que considera fidedignas, con el objeto de complementar la documentación.

No obstante se le da un gran peso a los estados financieros auditados, se trabaja con resultados parciales y otra información complementaria proporcionada por funcionarios autorizados por las compañías.

Por lo anterior, conviene advertir que la información y cifras que se utilizan en los análisis en ningún caso son auditados por la calificadora, por lo que ésta no se hace responsable de errores u omisiones por otros resultados derivados del uso de esta información.

Las calificaciones que ofrece Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. son opiniones relativas a la calidad de crédito y no pretenden sugerir ni propiciar la compra venta de valores.

La vigencia de la emisión será el tiempo que dure la calificación. Como se mencionó anteriormente cuando menos dos veces al año se hará una revisión formal a la misma y cada semestre se actualizará el estudio, mientras que la observación y seguimiento permanente señalarán en su caso la necesidad de hacer revisiones anticipadas.

La información a utilizarse por la calificadora para la calificación de riesgo no deberá ser mayor a dos meses anteriores a la fecha de reunión del comité, de acuerdo al artículo 17, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Factores determinantes de una calificación

Es fundamental entender que el proceso de calificación de riesgo no se puede limitar al análisis de unas cuantas razones financieras. En la calificación de riesgo de Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a una determinada calificación. Los factores fundamentales de los negocios cambian con el tiempo y las administraciones reaccionan a éstos de forma diversa, por lo que su impacto es diferente para cada compañía e industria.

La determinación de una evaluación de riesgo es un asunto de juicio basado en análisis cualitativos y cuantitativos que cambian de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector y, dentro de cada uno de estos, varía para cada empresa de acuerdo con su desempeño particular y su propia cultura empresarial.

A pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de riesgo es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

Análisis cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de caja sobre bases históricas, estresados en distintos escenarios de forma que consideren riesgos previsible en el futuro como la pérdida máxima posible que podría tener el emisor en situaciones económicas y legales adversas. De éste se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la rentabilidad sobre el patrimonio.

El análisis histórico constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite dar credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está garantizada ni se puede completar hasta no realizar un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

Análisis cualitativo

Una calificación de riesgo no se puede otorgar basándose exclusivamente en análisis financieros, toda vez que estos no reflejan a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas; de ahí que el análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una calificación apropiada.

Entre los aspectos cualitativos que se consideran, y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuna del sujeto o valor calificado, están la calidad de la administración y su comportamiento, calificación del personal, los planes y estrategias,

sistemas de administración y planificación, conformación accionaria y presencia bursatil, las oportunidades de mercado, la investigación y desarrollo de nuevos productos, los ciclos de vida de productos, las políticas de control, la auditoría y los aspectos fiscales.

El proceso de calificación de Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. implica una considerable e importante interacción con los funcionarios de de los sujetos de calificación, emisores u originadores, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades. Se realizan presentaciones a funcionarios de nuestra firma, visitas a las instalaciones, entrevistas personales y consultas permanentes para mantener continuidad en el conocimiento y desarrollo de la empresa y de la emisión.

Para Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., una de las formas más transparentes para conocer la capacidad de pago de los sujetos y valores calificados es comprender la filosofía y la situación de la administración de los negocios; por ello le otorga una importancia sobresaliente al diálogo y al contacto directo con sus administradores.

Categorías de calificación y tendencias

Las Categorías de Calificación que otorga Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. son las que estipula la Codificación de Resoluciones de Consejo Nacional de Valores.

Como parte del proceso de calificación, y, ante situaciones que puedan deteriorar la posición de un valor determinado y por lo tanto significar un cambio de la categoría de calificación, existe posibilidad de colocar una calificación de riesgo como “calificación de riesgo en observación” o Credit Watch. Emisiones bajo observación (↓)(↑) son aquellas que tienen muy alta probabilidad de ser modificadas. Las calificaciones en un momento dado, reflejan todos los factores cuantitativos y cualitativos conocidos a la fecha de calificación, pero la realización de ciertos factores de incertidumbre y la existencia continua de ciertas tendencias pueden ser motivo para efectuar un cambio en la calificación. La materialización de ciertos eventos, determinará el tiempo que una emisión en particular permanezca bajo observación sin cambio alguno. La mayoría de estas situaciones se resuelven en el lapso de un año. También es importante destacar que los cambios en las calificaciones sin la previa inclusión de la emisión en observación podrá realizarse si las circunstancias así lo dictan.

A continuación se presenta la simbología de calificación para:

- Valores de deuda
- Acciones
- Fondos colectivos de Inversión
- Valores provenientes de procesos de titularización

Valores de deuda

Categoría AAA:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general.
Categoría AA:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general.
Categoría A:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía.
Categoría B:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
Categoría C:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.
Categoría D:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.
Categoría E:	Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación.

A estas categorías de calificación de riesgos, se podrán complementar si correspondiese, signos más (+) o menos (-), que indicarán la posición relativa dentro de la categoría. El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hasta su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

Acciones

Categoría AAA:	Corresponde a las acciones cuya emisora presenta una excelente situación económico - financiera, difunde amplia información al mercado, tiene la más alta liquidez, ha generado utilidades superiores a lo previsto en los últimos tres años, y presenta en el último año, una fuerte tendencia alcista del precio en el mercado, sin tomar en cuenta factores especulativos.
Categoría AA:	Corresponde a las acciones cuya emisora presenta una buena situación económico-financiera, difunde muy buena información en el mercado, tiene muy buena liquidez, ha generado utilidades de acuerdo a lo previsto en los dos últimos años y presenta en el último año, una moderada tendencia alcista del precio en el mercado, sin tomar en cuenta factores especulativos.
Categoría A:	Corresponde a las acciones cuya emisora presenta una buena situación económico – financiera, difunde suficiente información al mercado, tiene buena liquidez, ha generado utilidades en los últimos dos años y presenta, en el último año, una tendencia alcista del precio en el mercado, pudiendo ésta obedecer a factores especulativos transparentes.
Categoría B:	Corresponde a las acciones cuya emisora tiene una capacidad económico – financiera aceptable, difunde información en el mercado, tiene liquidez, ha generado utilidades en el último año, y presenta en el último año, una tendencia estable del precio en el mercado.
Categoría C:	Corresponde a las acciones cuya emisora tiene una situación económico – financiera regular, difunde información insuficiente, tiene poca liquidez, no ha generado utilidades en el último año y presenta en el último año, inestabilidad en los precios en el mercado.
Categoría D:	Corresponde a las acciones cuya emisora está en una situación económico – financiera deficiente, no difunde información, ha arrojado pérdidas en el último año, no tiene liquidez y presenta, en el último año, una tendencia del precio a la baja, en el mercado.
Categoría E:	Corresponde a las acciones cuya emisora está en mala situación económico – financiera, no tiene liquidez y se encuentra en estado de cesación en el cumplimiento de sus obligaciones, suspensión de pagos o quiebra y pretende ser rehabilitada.

A estas categorías de calificación de riesgos, se podrán complementar si correspondiese, signos más (+) o menos (-), que indicarán la posición relativa dentro de la categoría. El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hasta su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

Cuotas de fondos colectivos de inversión

Categoría AAA:	Corresponde a las cuotas de fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una excelente capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es excelente y el riesgo es casi nulo. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de excelente rentabilidad y seguridad.
Categoría AA:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una muy buena capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es muy buena y el riesgo es mínimo. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de rentabilidad y seguridad muy alta.
Categoría A:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una buena capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es buena y el riesgo es menor. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de rentabilidad y seguridad buena.
Categoría B:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una aceptable capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es aceptable y el riesgo es moderado. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de rentabilidad y seguridad moderada.
Categoría C:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una mínima capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es regular y el riesgo se incrementa. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de rentabilidad y seguridad mínima.
Categoría D:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una débil capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es mala y el riesgo es mayor. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de rentabilidad y seguridad insuficiente.
Categoría E:	Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una ineficiente capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es deficiente y el riesgo es grande. El proyecto a desarrollarse no tiene perspectiva de rentabilidad ni seguridad.

A estas categorías de calificación de riesgos, se podrán complementar si correspondiese, signos más (+) o menos (-), que indicarán la posición relativa dentro de la categoría. El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hasta su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

Niveles de calificaciones de riesgos iniciales de fondos colectivos, cuya oferta pública sea dirigida

Nivel 1	Corresponde a los fondos colectivos en los que la estructura organizacional de la administradora de fondos, la solvencia y calidad de los aportantes al fondo, así como la política de inversión del mismo, son excelentes.
Nivel 2	Corresponde a los fondos colectivos en los que la estructura organizacional de la administradora de fondos, la solvencia y calidad de los aportantes al fondo, así como la política de inversión del mismo, son muy buenos.
Nivel 3	Corresponde a los fondos colectivos en los que la estructura organizacional de la administradora de fondos, la solvencia y calidad de los aportantes al fondo, así como la política de inversión del mismo, son buenas.
Nivel 4	Corresponde a los fondos colectivos en los que la estructura organizacional de la administradora de fondos, la solvencia y calidad de los aportantes al fondo, así como la política de inversión del mismo, son regulares.
Nivel 5	Corresponde a los fondos colectivos en los que la estructura organizacional de la administradora de fondos, la solvencia y calidad de los aportantes al fondo, así como la política de inversión del mismo, son deficientes.

Valores provenientes de procesos de titularización

Categoría AAA:	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría AA:	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría A:	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría B:	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría C:	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría D:	Corresponde al patrimonio autónomo que casi no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
Categoría E:	Corresponde al patrimonio autónomo que no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones en caso de liquidación

A estas categorías de calificación de riesgos, se podrán complementar si correspondiese, signos más (+) o menos (-), que indicarán la posición relativa dentro de la categoría. El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hasta su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

Política de difusión

Las calificaciones realizadas por Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. se ponen a disposición de los inversionistas y del público en general a través de notas de prensa, publicaciones y medios electrónicos. Así mismo, las calificaciones realizadas se informarán y se pondrán a disposición de las bolsas de valores y del Catastro Público de Mercado de Valores.

A partir del momento en que las calificaciones se pueden hacer públicas, se ponen a disposición de los inversionistas, los emisores, la banca, la prensa y el público en general a través de la página web de Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. procederá con el envío hasta el 31 de enero de cada año, de las calificaciones otorgadas y revisiones efectuadas durante en el año precedente, a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros para la publicación en su pag web. Esto de acuerdo al Art. 4, Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores,

Se entregará al ente de control los estudios técnicos de calificación y copia certificada de las actas de comités de calificación, tanto de la calificación inicial como de las revisiones, luego de tres días de suscritas, y se informará, dentro del plazo de tres días hábiles de producido el hecho, a las bolsas de valores acerca de las revisiones que ha realizado de las sociedades emisoras y de los valores; y a la Superintendencia de Bancos , cuando se trate de calificación de valores de entidades financieras.

Estructura del perfil de calificación

Emisor u Originador: Se señala la razón social del emisor u originador, y en su caso se indica si éste pertenece o forma parte de algún grupo de empresas con las que puede obtener ciertas sinergias en su operación.

Emisión: Comprende la descripción general de la misma, como el tipo, monto, plazo, calificación vigente asignada. Pretende que el lector identifique en forma rápida la emisión y se dé una primera idea de ella.

Racionalidad de la calificación: Se expresan los sustentos analizados en la calificación como son la solvencia del emisor u originador, la calidad de la gerencia, la capacidad de los patrocinadores, garantías, administrador fiduciario, etc. En este apartado se señalan, en su caso, apoyos adicionales con que cuenta la emisión y que se toman en consideración para la calificación cuando las emisiones pertenecen a compañías que por su tipo de actividad, su calidad de activos o por alguna otra circunstancia determinada, se emiten con alguna garantía y/o resguardo como apoyo a las propias emisiones. Estas garantías y/o resguardos en ocasiones sirven para igualar las condiciones entre los diferentes créditos que posee la empresa o bien para que la administración ponga especial esmero en cumplir con los lineamientos de la emisión, con el objeto de evitar costos mayores. En general, se busca evitar el tomar en cuenta solamente la garantía y/o resguardo, olvidando los aspectos financieros fundamentales. No obstante, existen algunas garantías y/o resguardos que por sus propias características, de monto plenamente identificable, solidez y liquidez absoluta, proporcionan un gran respaldo a la emisión y, por lo tanto, se les da una ponderación alta. Entre estos sobresalen los siguientes: cartas de crédito o líneas irrevocables de crédito otorgadas por bancos de reconocida solvencia, fianzas de crédito que cumplan con

características adecuadas proporcionadas por instituciones autorizadas, fideicomisos de depósito y administración de valores dados en prenda, y otros. Existen además algunos tipos de garantías y/o resguardos que, si bien son tomados en cuenta, por su propia esencia de no tener un cierto valor determinado en el tiempo, faltarles liquidez o incluso la suficiente contundencia legal para disponer de ellos con rapidez, no se les da el mismo peso específico. De los anteriores podemos mencionar: hipotecas sobre diferentes clases de bienes, diversos tipos de activos dejados en garantía mediante fideicomisos, avales de personas físicas, etc. En todos estos casos, la calificación pretende evaluar el riesgo crediticio en primera instancia, basada en los aspectos fundamentales del negocio y sólo como complemento adicional, y en ocasiones sólo con el objeto de poseer una posición similar o mejor a la de otros acreedores, se busca integrar la emisión con alguna garantía y/o resguardo de los mencionados. Resulta conveniente resaltar que la calificadora dictamina emisiones, no empresas, por lo que una misma emisora u originadora con varias emisiones pudiera tener diferentes calificaciones, dependiendo de las diferentes garantías y/o de los resguardos con que cada una de ellas pudiera contar.

Característica de los Instrumentos: Se detalla los aspectos fundamentales y básicos de los instrumentos que se están calificando, así como sus características, condiciones y términos generales de la emisión.

Garantías: Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo o que la Ley exige y obliga al emisor, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, relación de activos frente a deuda, etc., y que tienen por objeto proteger el pago de los valores de deuda del instrumento.

Reseña: Abarca fundamentalmente una referencia a los orígenes del negocio, su objeto social actual y su actividad principal.

Hechos de importancia: Se intenta explicar al mercado las ocurrencias recientes alrededor de la compañía o de la emisión que por su importancia son trascendentes para los inversionistas. Entre éstas se puede citar planes de inversión y de financiamiento, cambios en estrategias, ingreso a nuevos mercados o ingreso de nuevos competidores, cambios en la gerencia o en la propiedad, cambios en aspectos normativos que afecten al sector o a la empresa, etc.

Operaciones: Pretende proporcionar una perspectiva general del emisor u originador, describiendo algunos de los elementos importantes con los que desarrolla sus actividades, como las instalaciones de que dispone, clientes y mercados que atiende, tecnología con que cuenta, capacidades instaladas y utilizadas, personal ocupado y el tipo de relaciones que posee. En general, en esta sección se busca esquematizar lo que es propiamente la estructura operativa del emisor u originador.

Finanzas: Este apartado busca describir la situación financiera de la institución de manera sencilla, procurando hacer alusión, en lo posible, a las cifras y ratios de las secciones anteriores. El fin es enfocar al lector a los puntos relevantes del negocio, las fortalezas y debilidades del mismo, sin perder de vista el objeto central, que es el resaltar los indicadores de la capacidad del emisor de cumplir adecuada y puntualmente con los compromisos adquiridos con la emisión.

Análisis FODA: Todas las instituciones están sujetas a presiones financieras que se agudizan esporádicamente dependiendo de diversas circunstancias, tales como los ciclos económicos, adquisición o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc. Hechos como éstos pueden, bajo ciertas circunstancias, incrementar o suavizar temporalmente el riesgo financiero de las empresas. En esta sección, se intenta

señalar precisamente esos elementos, que en un momento determinado pudieran incidir negativamente en la capacidad de servicio de las emisiones. Por otro lado, se presentan oportunidades y fortalezas que pueden incidir favorablemente en el futuro de dicho negocio.

Reglas en materia de incompatibilidades e impedimentos

CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A., como empresa que realiza la función exclusiva de categorización de valores objeto de oferta pública, debe efectuar su labor en condiciones de máxima independencia. Por este motivo, se ha considerado que la labor de calificación de riesgo debe contemplar los aspectos que en materia de incompatibilidad e impedimentos señala la Ley de Mercado de Valores.

De acuerdo a la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores: los integrantes del comité de calificación se excusarán de participar en una calificación cuando se hallen incurso en lo señalado en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valoresⁱⁱ(Art.9, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores) y de igual forma se observará lo dispuesto en el artículo 31 Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores: Prohibición de realizar calificaciones por entidades que carecen de independencia.- Ninguna sociedad calificadora podrá realizar calificaciones cuando carezca de independencia. Se entenderá que no existe independencia cuando los administradores, accionistas, empleados a nivel profesional y miembros del comité de calificación de la sociedad calificadora, se encuentran en una de las siguientes situaciones:

1. Que hayan tenido en los seis meses anteriores a la calificación, el carácter de directores, representantes legales, empleados a nivel profesional; que hubieren desarrollado funciones de control financiero en la sociedad emisora; que hayan sido o sean accionistas de, al menos, el cinco por ciento o más del capital de la sociedad emisora, de sus empresas vinculadas o de la entidad garante de los valores objeto de calificación.
2. Que tengan un contrato de prestación de servicios profesionales con la sociedad emisora o sus empresas vinculadas; con la entidad garante de los valores objeto de calificación o con los accionistas del cinco por ciento o más del capital de una de estas sociedades.
3. Que hayan participado en cualquier actividad durante los estudios previos, la aprobación o colocación del valor objeto de calificación.
4. Que sean titulares, directa o indirectamente, del cinco por ciento o más de los valores emitidos por el emisor o hayan recibido en garantía valores emitidos por el mismo.
5. Que sean accionistas que representen el cinco por ciento o más del capital de sociedades que se encuentren en alguno de los casos previstos en los literales precedentes.
6. Que se encuentren en alguna de las situaciones previstas en los literales que preceden, su cónyuge o parientes, hasta el tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad.

No obstante lo dispuesto en este artículo, el Consejo Nacional de Valores podrá autorizar de manera excepcional, la calificación realizada, aún cuando se presente alguno de los supuestos antes previstos, en caso de que se demuestre que las personas a las cuales se refiere el presente artículo, actúan alejadas de intereses particulares, de tal manera que no se afecte la imparcialidad de la calificación.

El propósito de CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A. es la de efectuar su función en condiciones de total independencia con las empresas emisoras de títulos valores. Todos y cada uno de los miembros de la firma deben mantener una declaración jurada actualizada en la que indiquen cualquier actividad, relación o similar que pudiera de alguna manera, directa o indirectamente, afectar su opinión.

Reglas para funcionamiento del Comité de Calificación de Riesgo

Órgano compuesto por al menos tres miembros titulares y tres miembros suplentes. Los miembros del comité serán designados por la Junta General de Accionistas. Conforme lo estipulan los estatutos de Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., El comité de calificación de riesgo es el único encargado de la formulación, otorgamiento y emisión de los dictámenes de calificación.

Las decisiones del Comité se realizarán con la aprobación de, por lo menos, el ochenta por ciento de los integrantes del comité, aunque se buscará el consenso de sus miembros, y la decisión del comité será acogida obligatoriamente por la empresa Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Los miembros de comité deberán recibir con anterioridad a la sesión del comité la documentación relevante para poder pronunciarse sobre la calificación del sujeto o valor calificado. El analista asignado enviará a los miembros del comité la presentación y el informe completo con la recomendación de calificación con un mínimo de 48 horas de anticipación al comité convocado.¹

Las reuniones del comité se realizarán cuando el Gerente General, o el Presidente del comité en ausencia del Gerente General, lo estimen pertinente, y, con la frecuencia que sea necesarias. También se podrán realizar sesiones de comité a solicitud de cualquier miembro del comité, quien extenderá su requerimiento al Gerente General para que a su vez el Gerente General efectúe la respectiva convocatoria a reunión del comité. Para la convocatoria a sesiones de comité para calificar sujetos, valores y/o emisores del Mercado de Valores ecuatoriano, Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., en estos casos, deberá comunicar a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros con la anticipación de dos días hábiles, a la fecha de realización de la sesión de comité de calificación de un emisor o de un valor, a fin de que este ente designe un delegado para que asista a la sesión.

En las sesiones de comité deberán tratarse únicamente los asuntos que consten en la convocatoria y en el comunicado enviado al ente de control.²

El comité se instalará con miembros titulares o suplentes, pero siempre deberá ser número impar la cantidad de miembros asistentes al comité, con un mínimo de tres miembros, y, los miembros serán los únicos que tendrán voz y voto. Las sesiones de comité para calificar valores y/o emisores del Mercado de Valores, se llevarán a cabo con la presencia física de sus miembros. Una vez iniciada la sesión de comité de calificación, ninguno de los miembros participantes podrá ser sustituido durante la misma. De todas y cada una de las sesiones del comité de calificación, se levantarán actas que reflejen asistencia, temas y aspectos expuestos, deliberaciones y pronunciamientos de los miembros participantes en la sesión, así como la identificación de los sujetos y valores calificados, la calificación

¹ Art. 5 sección III, capítulo III, subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones expedidas por el CNV

² Art. 7 sección III, capítulo III, subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones expedidas por el CNV

propuesta, los resultados de la votación sobre la calificación propuesta y la decisión de calificaciones otorgadas o asignadas.

Los miembros suplentes del comité de calificación deberán reemplazar a los miembros titulares en casos de ausencia, sin existir orden de prelación para dicho reemplazo, de tal manera que siempre participen en las sesiones de comité al menos un miembro titular y dos miembros titulares y/o suplentes, pudiendo participar un número ilimitado de miembros en una sesión, pero siempre deberán ser número impar. Uno de los miembros de comité que no esté presidiendo la sesión actuará como Secretario durante el comité. En las sesiones de comité, obligatoriamente estarán presentes el(los) analista(s) que realizaron el análisis de calificación de riesgo del emisor o de los valores a emitirse, quien(es) asistirá(n) en calidad de expositores y no tendrán voto en la sesión, es decir, su presencia no significa que por ello se consideren miembros del comité de calificación, pues como se estipuló anteriormente, el comité estará integrado única y exclusivamente por miembros designados por la Junta General de Accionistas.

Al comité adicionalmente podrán asistir invitados u otros participantes, quienes asistirán sin voz ni voto. La presencia de invitados u otros participantes no significa que por ello se consideren miembros del comité de calificación.

Al inicio de cada sesión de comité para calificar sujetos o valores del Mercado de Valores ecuatoriano, los miembros participantes del comité de calificación deberán declarar bajo juramento que no se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores y los artículos 9 y 31, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores. Luego se procederá a confirmar la presencia física del número de miembros necesario para dar inicio a la sesión. Una vez iniciada la sesión de comité de calificación, se realizará la exposición de la documentación a ser tratada, el análisis y conclusiones del respectivo estudio, se presentará la propuesta de calificación y se absolverán y atenderán dudas, consultas y observaciones. Los miembros del comité deliberarán sobre todo lo presentado y sobre la propuesta de calificación, la misma que puede ser aceptada o modificada (en el caso que motivadamente así se determine), en cuyo caso, el miembro de comité que solicite su modificación deberá proponer una nueva categoría de calificación, sustentando la misma. Luego de las respectivas deliberaciones, los miembros del comité deben definir la calificación propuesta a ser sometida a votación, luego de lo cual, el que preside la sesión en voz alta solicitará el voto sobre la categoría de calificación propuesta, a cada miembro titular/suplente según sea el caso, que participe en el comité. De las deliberaciones realizadas en el comité, así como de la calificación que adopte el comité se dejará constancia en las respectivas actas, las mismas que se legalizarán con las firmas de todos los miembros de comité asistentes. La calificación otorgada por el comité debe ser acatada obligadamente por la calificadora.

Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., mantendrá un Libro de Actas de Comité actualizado, de todas las calificaciones y revisiones que ha realizado. La Asistente de Gerencia General será la responsable de su mantenimiento.

Procedimientos de seguridad de información reservada

- A. Recepción
La empresa cliente entrega una relación detallada a la Calificadora bajo el formato de calificación. El personal del área de análisis verifica la relación, en función a la plantilla de ingreso de datos y efectúa el registro.
- B. Del análisis de la información

Al contar con la información pertinente, se deriva a los analistas responsables quienes inician sus funciones. El trabajo se realiza en las oficinas de la calificadora o, en algunos casos, en instalaciones de la empresa contratante. En ambos casos el Analista Senior encargado del grupo de evaluadores y su equipo se hacen responsables del manejo directo de la información.

- C. Del comité de calificación
Una vez efectuado el Estudio Técnico de calificación preliminar y al enviarse el mismo al comité para análisis, pronunciamiento, aprobación y dictamen, los miembros del comité también asumen todas las responsabilidades señaladas por la Ley.
- D. De la ubicación física de la información de los clientes
La información privilegiada de los clientes cuyos valores o emisiones estén vigentes, físicamente permanecerá dentro de las instalaciones de la firma como archivos activos, mientras que la información privilegiada de los clientes cuyos valores o emisiones no estén vigentes, físicamente podrán estar en las instalaciones de la firma o en sus bodegas, que para el efecto habilite, como archivos pasivos. Para el caso de información y papeles de trabajo respecto a calificaciones de instituciones financieras, éstas permanecerán físicamente en las instalaciones de la firma, como archivo activo, por seis años posteriores a la fecha en que se asignó la calificación. En todo caso, toda la información estará ubicada en un lugar específico con medidas de seguridad.
- E. De la destrucción de la información
El material no podrá ser destruido, y se mantendrá la documentación y los registros contables de los clientes; incluyendo los respaldos respectivos, por un período de seis años, contados a partir de la fecha de la terminación de la relación contractual o de la liquidación del negocio.
- F. En cuanto a seguridad de las instalaciones
En el aspecto de seguridad, la empresa siempre se preocupará por la protección de la información reservada proporcionada por los clientes. El acceso a las oficinas es restringido, se cuenta en la actualidad con varios aspectos de seguridad necesarios para mantener protegida la información. El interés en mantener la confidencialidad de la información ha motivado al uso del almacenamiento en CD's, que permite evacuar la información y guardarla con mecanismos de seguridad adecuados.

Procedimiento de calificación de valores representativos de deuda

La calificación de instrumentos de deuda estará constituida por dos etapas: el análisis previo y los procedimientos normales de calificación. En los procedimientos normales de calificación se indicarán algunos factores de riesgo que son relevantes de considerar cuando se califican instrumentos emitidos por sociedades creadas para desarrollar un proyecto o por sociedades que, a pesar de tener historia, desarrollen un proyecto que represente una parte importante de los activos de la sociedad.

Análisis previo

En forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de calificación, se verificará si el emisor presenta información representativa y suficiente, según los patrones de calificación que ellos contemplan. Sólo si ambas condiciones se cumplieran, dichos procedimientos serán aplicados. Se entenderá por información representativa aquella que permite inferir razonablemente la situación financiera del emisor. En vista de lo anterior, el comité de calificación podrá modificar la calificación si estima que las garantías propias del instrumento son suficientes, de acuerdo con lo que se define más adelante.

Procedimientos de calificación de valores de deuda

La calificación de riesgo de valores de deuda comprenderá tres etapas: un análisis preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor y del garante; el análisis de las características del instrumento y el análisis del instrumento, que combina el análisis en conjunto del emisor del garante y el instrumento. Dentro de los aspectos a evaluarse están: el entorno económico y riesgo sectorial, la posición del emisor y garante, la solidez financiera y estructura accionarial del emisor, la estructura administrativa y gerencial y el posicionamiento del valor en el mercado.

Análisis preliminar de la capacidad de pago

Para desarrollar el análisis preliminar, se considerarán, entre otros, los siguientes aspectos:

- Características de la industria a la que pertenece el emisor.
- Posición de la empresa en la industria.
- Indicadores de la situación financiera del emisor.
- Características de la administración y propiedad.
- Gobierno Corporativo.
- Capacidad de pago del emisor y su capacidad de generar flujos.
- Estructura administrativa del emisor.
- Estructura accionaria y presencia bursátil.
- Capacidad de provisiones del emisor.
- Adicionalmente, en caso de que el emisor desarrolle un proyecto que influya significativamente en los resultados de la sociedad, se considerarán entre otros, los siguientes aspectos:
 - Racionalidad del producto o servicio.
 - Seguros y garantías del proyecto.
 - Experiencia y motivación de los patrocinadores del proyecto.
 - Experiencia y capacidad financiera de los contratistas.

Características de la industria

- a) Fase en que se encuentra la industria: industria en crecimiento, estable o decreciente.
- b) Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Interno Bruto, regímenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.

- c) Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Localización de la competencia (regional, nacional o internacional); identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.
- d) Existencia de mercados potenciales.
- e) Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).
- f) Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.
- g) Proveedores de la industria: 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.
- h) Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales (tributarias, tarifarias, 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; etc.

Posición de la empresa en su industria

- a) Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.
- b) Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.
- c) Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.
- d) Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.
- e) Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.
- f) Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo; etc.

Indicadores de la situación financiera del emisor

- a) Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.
- b) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.
- c) Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes con relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc.
- d) Flujos de caja: proyección de los flujos de caja para un período considerado como razonable.
- e) Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.

- f) **Liquidez:** determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los de pasivo circulante.
- g) **Endeudamiento:** análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.
- h) **Calce de monedas:** análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.
- i) **Contratos a futuro:** análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.
- j) **Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios:** análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.
- k) **Contingencias y compromisos:** análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por valores de deuda propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la empresa.
- l) **Acceso al crédito:** análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.
- m) **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.

En el análisis de los valores de deuda que sean emitidos por empresas en las cuales más del 50% de sus ingresos provengan de operaciones de leasing, se dará especial importancia al análisis de factores tales como:

- **Diversificación de las inversiones en leasing por activos adquiridos:** análisis de la proporción de las inversiones en distintos activos, tales como, maquinarias, vehículos, equipos computacionales, edificios, etc. Para determinar el riesgo del indicador deberá también tenerse en cuenta el riesgo de obsolescencia tecnológica, mercado de reventa de los equipos, etc.
- **Diversificación por sector económico:** análisis del riesgo incurrido por la empresa producto de una mayor concentración en sectores riesgosos, ya sea por la situación económica de dichos sectores o su vulnerabilidad frente a cambios económicos, políticos, etc.
- **Diversificación por número de deudores:** análisis de la proporción de deudas que tienen los distintos clientes de la empresa con el objeto de detectar deudores o grupos económicos que, por su importancia relativa, pudieran afectar la solvencia de la compañía.
- **Diversificación por leasing financiero y operacional:** análisis de la proporción de las inversiones destinadas a leasing financiero y operacional. Subcontratación de la mantención o mantención directa.
- **Porcentaje de contratos de leasing que son producto de operaciones de leaseback.**

Lo anterior será complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el emisor tales como variaciones en las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, etc. Con todo, para la calificación definitiva de la situación financiera del emisor se determinará la variabilidad de ésta en función del comportamiento histórico de los distintos indicadores.

Características de la administración y propiedad

Se analizará entre otras, las características de la administración tales como la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la estructura de la organización; los sistemas de administración y planificación; los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial; los antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo, se analizará la propiedad y se tomarán en cuenta aspectos tales como su concentración; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños con relación al comportamiento de la empresa; el grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserto el emisor; la importancia estratégica de éste 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, tales como la calidad y apoyo de los accionistas; la política de distribución de dividendos y de contribuciones al capital; entre otros.

Gobierno Corporativo

La revisión de la estructura de gobierno corporativo de una empresa emisora implica analizar los reglamentos internos, las políticas de información y las relaciones entre los órganos de gobierno (Comités de Auditoría, Prácticas Societarias y de Finanzas), incluyendo el Consejo de Administración Asamblea General de Accionistas y reuniones de gerencia. También se evalúa la calidad y oportunidad de la información revelada y los procedimientos que permiten su elaboración y la relación de la firma con sus proveedores de recursos financieros. El análisis de PCR se centra en evaluar la funcionalidad y composición del Consejo de Administración y órganos de gobierno. La estructura de controles establecidos para garantizar que sus políticas así como los procedimientos sean apropiados. La existencia de Consejeros Independientes y el grado de independencia de éstos. La remuneración e incentivos de la administración y los principales directivos, así como las políticas relativas a transacciones con partes relacionadas. Además se observa la integridad de la contabilidad y auditoría, que incluyen el grado de revelación de información financiera e información no financiera (incluyendo la agresividad de las prácticas contables y posibles debilidades de control). Se revisa la estructura de propiedad de las acciones (incluidas las de los directores) y los derechos de los accionistas.

De esta manera, se logra tener una idea clara de la transparencia que mantiene la organización para con sus accionistas, mediante el análisis de los niveles de equidad, responsabilidad, transparencia y rendición de cuentas de los diferentes componentes de gobierno de la firma. Se analizará las prácticas seguidas por la empresa según los "Principios de Buen Gobierno Corporativo" difundidos por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y de acuerdo a las normas impartidas por el ente de control.

Se analizará entre otras, las características de la administración tales como la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la estructura de la organización; los sistemas de administración y planificación; los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial; los antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y

cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo, se analizará la propiedad y se tomarán en cuenta aspectos tales como su concentración; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños con relación al comportamiento de la empresa; el grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserto el emisor; la importancia estratégica de éste 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.

Cuando se cuenta con un gobierno corporativo adecuado o fuerte, normalmente tiene poco o ningún impacto en las calificaciones de crédito del emisor. Generalmente no se considera como una fortaleza crediticia el contar con una buena estructura de gobierno corporativo, sino más bien se busca que se cuente con esto como un elemento indispensable dentro del sano desarrollo de la institución en el largo plazo. Sin embargo, en caso de que se observe alguna deficiencia que pueda llegar a disminuir la protección de los tenedores de bonos o cualquier tenedor de títulos de deuda, ésta si puede tener un impacto negativo en la calificación asignada. En resumen, si se cuenta con una estructura sólida de gobierno corporativo la calificación no será afectada positivamente pues es lo que corresponde a una compañía bien administrada, mientras que si se encuentran puntos débiles en su gobierno corporativo, si pudieran tener un impacto negativo en la calificación.

Racionalidad del producto o servicio

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio se considerará, entre otros, los siguientes aspectos:

- Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado; y si existe un producto y mercado ya desarrollados, la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.
- Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus valores de deuda crediticias.

Entre los factores determinantes del costo de operación del emisor, se considerará, los siguientes aspectos:

- Las condiciones de abastecimiento de materias primas y, en particular, la localización respecto a centros de oferta; la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico; y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.
- Las características de la tecnología y, en particular, el grado de conocimientos, así como la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.
- La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.
- La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.
- Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

En el caso de los proyectos sin historia, adicionalmente se tomarán en consideración los siguientes factores:

- a) Seguros y garantías del proyecto. Se analizará la existencia de mecanismos de resguardo contra los riesgos de construcción, financiamiento y funcionamiento del proyecto.
- b) Experiencia y motivación de los patrocinadores. Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se considerará que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquellos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto. En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador. En el evento que se produzcan cambios en la administración o en la propiedad del emisor, deberán evaluarse los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.
- c) Experiencia y capacidad financiera de los contratistas. Se analizará la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo con el presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y que tengan experiencia en obras similares.

Probabilidad de no pago

Como parte del análisis de la probabilidad de no pago del capital e intereses de la emisión, se evaluará la proyección de los flujos de caja, o del estado de pérdidas y ganancias y su EBITDA para un período igual al plazo de duración de la emisión. Dicho análisis de las proyecciones, será complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el emisor. Se deberá efectuar un análisis de los factores internos y externos al emisor, que determinan sus flujos de ingresos y costos, su predictibilidad y estabilidad en el tiempo.

Características del instrumento

Para los efectos de evaluar las características del instrumento se considerarán las condiciones y términos generales, los resguardos y las garantías.

Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión 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 los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

Dependiendo de las características de la sociedad, del giro de sus negocios o de su administración y propiedad, serán diferentes los resguardos que se considerarán como más relevantes. Los resguardos serán suficientes si, a juicio del comité de calificación, constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos. En todo caso, se

calificará la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, examinando entre otros, aquellos que:

- a) Obligan al emisor a no superar cierto grado de endeudamiento.
- b) Comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual que 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 o personales, al menos proporcionalmente equivalentes en favor de los tenedores de los valores de deuda. Este resguardo será exigible en caso que la emisión que se califique no dispusiera de garantías suficientes.
- c) Establecen que el pago de capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagara oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos. Para estos efectos, se considerará que una obligación es importante si representa más de un 3% de los activos totales individuales del emisor.
- d) Aseguren que se podrá exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordara la reducción del plazo de duración de la sociedad y éste fuere menor que el plazo para el vencimiento de los valores de deuda; o si se produjera la disolución anticipada de la sociedad.
- e) Establecen los procedimientos a seguir en caso de fusión, transformación o división de la sociedad emisora, o cuando la sociedad hiciera aportes a sociedades, que afectaran en forma significativa la estructura de los activos del emisor.
- f) Obligan al emisor a mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales. El emisor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de esta condición por parte de sus filiales.
- g) Establecen restricciones respecto de inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas con la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor. El deudor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de estas restricciones por parte de sus filiales.

Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc., y que tienen por objeto proteger el pago de los valores de deuda del instrumento. Para que las garantías de un instrumento sean consideradas suficientes, se analizará, al menos, lo siguiente:

- a) 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;
- b) Que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios; y,
- c) Que en caso de corresponder a prenda sobre contratos de leasing, se hubiese constituido dicha prenda sobre los bienes arrendados, a favor de los correspondientes arrendatarios; y si para el pago del arrendamiento estipulado en el contrato de leasing se han aceptado letras de cambio, que éstas se hayan entregado en prenda conjuntamente con el contrato a que corresponden.

En la evaluación de las garantías personales se analizará los siguientes aspectos:

- a) Capacidad crediticia y de pago pasada, actual y futura del garante.

- b) Existencia de beneficio de excusión u otras circunstancias que permitan al garante evitar o postergar el ejercicio de la garantía.
- c) Otras garantías reales o personales otorgadas por el garante.
- d) En caso de garantías personales otorgadas por personas jurídicas sujetas a calificación, deberá considerarse la calificación que se les haya asignado.
- e) Cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de las garantías personales.
- f) Expectativas de vida física o institucional del garante.

Se analizará la posición del garante, dentro de su sector económico, sus expectativas futuras, orientación estratégica, flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, sus proveedores, sustitución de productos o servicio e identificación de las principales empresas que conforman el sector; cuando fuere procedente.

Otros riesgos

Análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales del emisor y de los participantes, en el proceso de emisión y pago de los valores.

Criterios Básicosⁱⁱⁱ

En base a la información recibida y proporcionada, adicionalmente a todo lo que se exponga y se analice en el Estudio Técnico, se expondrá obligatoriamente criterio sobre los siguientes aspectos:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.
- Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Determinación de la calificación

En la calificación se tomará como base todos los antecedentes básicos y las características del instrumento. Para estos efectos se verificará si el instrumento cuenta con garantías específicas, los resguardos de la emisión, la Garantía General y su posición relativa frente a otras obligaciones del emisor, así como las ventas del período, el entorno del sector y los

principales indicadores financieros tanto históricos como proyectados del emisor, y su capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones de mercado.

Los puntos analizados son ponderados para obtener la calificación a proponerse al comité, por lo cual, los aspectos estudiados son derivados a 5 factores a definirse (F1, F2, F3, F4 y F5), donde a cada factor se le asigna un puntaje o una calificación sobre 100, que multiplicados por una ponderación que se determina a cada uno de los factores de acuerdo al peso o importancia de ellos sobre la emisión, se obtiene un score por factor. La suma de los resultados o del score por factor da como resultado un puntaje total sobre 100, que es el resultado sobre el cual, de acuerdo a la categoría donde se ubique y le corresponda, se aproxima y se propone la categoría de calificación de la emisión. Cada categoría de calificación tiene preestablecido un rango de puntajes. Es el respectivo comité de calificación de riesgos el responsable por ratificar la calificación propuesta o rectificar y modificar la misma, sobre aspectos motivadamente justificados, lo cual se decidirá en la respectiva sesión de comité, tal como se señala en las Reglas para el funcionamiento del comité de calificación.

Procedimiento de calificación de acciones

La calificación de acciones tiene por objetivo medir el riesgo total de un título accionario. Dicho riesgo puede ser resumido como la variabilidad futura del retorno total (apreciación más dividendos) obtenido por los accionistas de una empresa. El riesgo total de un título accionario depende tanto de las fluctuaciones del mercado en general, como de los desarrollos particulares de la industria en que participa la empresa, su posición competitiva, su condición financiera y otras variables.

Otra medida de riesgo accionario comúnmente utilizado es el llamado Beta. Beta es una letra griega utilizada en la literatura de finanzas para denotar la sensibilidad del precio de una acción ante fluctuaciones en el mercado accionario general. Como tal, el Beta es una medida de volatilidad o riesgo. Sin embargo, el Beta no mide el riesgo total de una acción, sino sólo una parte de éste, que corresponde al riesgo de mercado, también conocido como riesgo no diversificable. Así, Beta constituye una adecuada medida para el riesgo de una acción sólo para aquellos inversionistas que mantienen portafolios ampliamente diversificados. No existe una regla única para definir el concepto de un portafolio ampliamente diversificado; sin embargo, como regla general se asume que un portafolio se encuentra bien diversificado cuando éste contiene montos iguales de al menos quince títulos accionarios representativos de al menos ocho industrias diferentes.

Procedimientos

La calificación de acciones contempla diez diferentes etapas de análisis, las cuales en su conjunto determinan la calificación final de los títulos accionarios, de acuerdo con la escala anteriormente presentada. La metodología incluye un análisis cualitativo y cuantitativo, tanto de la empresa como de las características particulares de los títulos.

A continuación se describen brevemente cada una de las variables consideradas:

Tamaño: La experiencia internacional muestra que los precios de empresas pequeñas tienden a ser más fluctuantes que los precios de empresas grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este

tipo de empresas, y por otro, la mayor vulnerabilidad de las empresas pequeñas ante eventos o situaciones adversas.

Historia: Siguiendo una línea de argumentación similar a la anterior, es sabido que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de empresas que no les son familiares, o de las cuales disponen de menos información. De esta manera, las empresas recientemente constituidas y aquellas que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus títulos accionarios, en comparación con aquellas empresas que cuentan con más años de historia.

Variabilidad de los precios: En el entendido de que la historia es un buen predictor del futuro, la metodología de calificación contempla el estudio de la variabilidad de las series históricas de precios de los títulos accionarios.

Predictibilidad de los resultados: Aquellas empresas cuyos resultados son más predecibles, ya sea porque su línea de negocios es simple o porque se encuentran en una industria muy estable, o por cualquier otra razón, tendrán probablemente también precios más estables para sus acciones. En efecto, será más sencillo para los analistas y para el mercado en general interpretar los efectos de los nuevos acontecimientos sobre el valor de la empresa, de manera que éstos serán incorporados a los precios paulatinamente y en su correcta dimensión, otorgando de esta manera un mayor grado de estabilidad a las cotizaciones.

Situación financiera de la empresa: Las empresas más rentables y de menor endeudamiento están generalmente mejor preparadas para hacer frente a situaciones adversas, tales como un ciclo recesivo, una caída transitoria en el precio de sus productos, etc. De esta manera, las empresas financieramente sanas ofrecen un grado de seguridad adicional a sus acreedores y accionistas respecto de su capacidad para permanecer en el mercado en el largo plazo.

Indicadores de mercado: Existen ciertos indicadores comúnmente utilizados por los inversionistas para valorar las empresas, tales como la relación precio/utilidad, el rendimiento de los dividendos y la relación del valor libro al valor de mercado de la empresa, que pueden también ser utilizados como medidas indirectas del riesgo de invertir en una empresa determinada.

En efecto, una empresa que se está transando con una relación precio/utilidad muy superior a la del mercado y a la de sus competidores, es probablemente una empresa que se encuentra involucrada en grandes proyectos de inversión. Dichos proyectos, pueden ser muy positivos en términos de la rentabilidad futura de la empresa, pero a la vez no cabe duda que comprar un proyecto de inversión es más riesgoso que comprar una empresa en marcha.

Riesgo del negocio: Hay ciertos factores intrínsecos a una empresa, tales como el riesgo de la industria en que participa, la regulación que los afecta, el grado de competitividad, etc., que hace definitivamente más riesgosas ciertas empresas con relación a otras.

Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo: Un buen plan estratégico, en conjunto con un adecuado equipo gerencial, pueden producir grandes diferencias en los resultados de empresas de similares características. Obviamente, las empresas que cuenten con personal preparado y con estrategias claramente definidas, tendrán mayor probabilidad de mostrar una tendencia creciente en los precios de sus acciones.

Liquidez de los títulos en el mercado: La liquidez es importante en el análisis debido a que mientras mayor sea ésta, menor será la pérdida que tendrá que soportar un inver-

sionista que requiera liquidar rápidamente una posición accionaria en una empresa en particular. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado de una acción refleje el verdadero valor económico de la empresa.

Propiedad accionaria: Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad accionaria de una empresa que pueden influir en la estabilidad de cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad de la empresa, la transacción de los títulos accionarios en bolsas internacionales (ADR) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria de la empresa, son todos factores que, a nuestro juicio, contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicha empresa en el mercado.

Presencia bursátil: Para esto se deberá considerar la información disponible sobre la evolución de las acciones en el mercado bursátil.

Otros riesgos

Análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales del emisor y de los participantes, en el proceso de emisión y pago de los valores.

Interpretación de los resultados

La metodología está diseñada básicamente para medir la volatilidad o riesgo futuro de un título accionario. Como tal, los resultados de la calificación no pueden interpretarse como una recomendación de compra o venta de un determinado título, si bien contribuyen como un pieza fundamental de información para las decisiones que deben tomar los inversionistas. Como se sabe, la decisión de inversión se basa al menos en dos elementos: riesgo y rentabilidad. La calificación de riesgo de acciones nada dice respecto de la rentabilidad futura o esperada de una acción. Es más, cabe recordar una premisa básica de finanzas que establece que un mayor retorno comúnmente va también asociado a mayor riesgo.

Determinación de la calificación

En la calificación se tomará como base todos los antecedentes básicos y las características del título accionario. Para estos efectos se verificará la variabilidad futura del retorno total para los accionistas, Se analizará también las fluctuaciones del mercado y de la industria en que se desarrolla la empresa, así como su posición competitiva y su situación financiera. Para determinar la calificación se verificará el precio de la acción y la capacidad del emisor para generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones de mercado.

Procedimiento de calificación de riesgo para cuotas de fondos colectivos de inversión

Definición de Fondo Colectivo de Inversión

Un fondo de inversión constituye el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos permitidos por la Ley de Mercado de Valores, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos. Los aportes quedan expresados, para el caso de fondos colectivos de inversión en cuotas, las cuales tiene el carácter de negociables.

Los fondos colectivos son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo está constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de las mismas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto únicamente debido a una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación. Estos fondos y su administrador se someten a las normas del fideicomiso mercantil; y, exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora puede fungir como emisor de procesos de titularización.

Las cuotas de estos fondos, que son libremente negociables, deben someterse a Calificación de Riesgo, la cual tiene por objetivo medir el riesgo inherente a los mismos. Dicho riesgo puede ser resumido como la variabilidad futura del retorno total (apreciación más dividendos) obtenido por los tenedores de cuotas (inversionistas). El riesgo de las cuotas depende tanto de las fluctuaciones del mercado en general, como de los desarrollos particulares de las inversiones que realiza el fondo. Sobre la base de lo anterior, Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. ha elaborado una metodología para calificar el riesgo de las cuotas de fondos colectivos de inversión. Cabe mencionar que dentro del procedimiento se considerará lo señalado en el procedimiento de calificación de valores representativos de deuda en los aspectos en que resultara aplicable.

Análisis previo

En forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de calificación, se verificará si el emisor presenta información representativa y suficiente, según los patrones de calificación que ellos contemplan. Sólo si ambas condiciones se cumplieran, dichos procedimientos serán aplicados. Se entenderá por información representativa aquella que permite inferir razonablemente la situación financiera del emisor.

Procedimientos normales de calificación de cuotas de fondos colectivos de inversión

La calificación de riesgo de cuotas de fondos colectivos de inversión, que incluye un análisis cualitativo y cuantitativo, comprenderá las siguientes etapas:

- * Análisis de la solvencia técnica de la sociedad administradora
- * Análisis de la estructura organizacional de la administradora
- * Análisis de la Política de Inversión del fondo y del administrador

- * Análisis de rentabilidad y seguridad del Proyecto a desarrollarse
- * Calificación de riesgo de las inversiones
- * Análisis de la pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo
- * Análisis de otros factores
- * Calificación del instrumento, que es una combinación de las etapas anteriores del proceso. La combinación de estas etapas en conjunto determinan la calificación final de acuerdo con la escala anteriormente presentada.

Solvencia técnica de la sociedad administradora

Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo

Un buen plan estratégico, en conjunto con un adecuado equipo gerencial, puede producir grandes diferencias en los resultados de cualquier institución. Obviamente, las administradoras que cuenten con personal preparado y con estrategias claramente definidas, tendrán mayor probabilidad de mostrar una tendencia creciente en el valor de los fondos que administran. En consecuencia, las sociedades administradoras que cuentan con un adecuado proceso de planificación estratégica se les asignará un menor riesgo relativo, porque existe mayor credibilidad y mantienen líneas de gestión base que no son modificadas en el corto plazo.

La evaluación se basa en los parámetros establecidos en la Ley de Mercado de Valores, y se dirige a constatar la dinámica del procedimiento de gestión del portafolio y cuán consistente es con los objetivos de inversión trazados; aquí es importante analizar el proceso de selección de inversiones, cuándo y quiénes aprueban las operaciones de compra y/o venta de títulos, cómo se establece la diversificación de las mismas (por tipo de activo y/o valores, sectores o grupos), entre otros puntos.

Política de inversión del fondo

Definición de la política de inversiones

El grado de definición de las políticas de inversión del fondo tiene dos implicancias que podrían influir en el riesgo. Por un lado, mientras más específicas sean las políticas de inversión del fondo, mayor será el grado de información con que los aportantes adquieran las cuotas y, por lo tanto, mayor es la probabilidad de que dichos aportantes sean más estables y menos sensibles en cuanto a su decisión de inversión ante sucesos coyunturales. Por otro lado, mientras más explícitas sean las políticas del fondo, menor grado de maniobra tendrán las administradoras de éste para variar significativamente el perfil de riesgo de las inversiones del fondo, lo cual también debiera ayudar a una mayor estabilidad en la cotización.

El fondo deberá precisar su estructura de inversiones detallando: el perfil del proyecto en el que decide invertir (tamaño, volumen de ventas, etc.); los títulos en los que pretende invertir, qué porcentaje sobre el portafolio es el máximo y mínimo por sector y por tipo de activo financiero, qué riesgo de inversión asume, quiénes toman la decisión de la inversión, cómo se revisa el portafolio de inversión, las garantías que respaldarán las inversiones, el nivel máximo de endeudamiento, la política de dividendos, entre otros aspectos. Se vuelve imprescindible para el fondo, contar con información financiera actualizada de los proyectos cuyos valores adquiere.

La calificación no penaliza al fondo por asumir un mayor riesgo en su política de inversión, sino que considera la coherencia del manejo de la misma, sujeta al cumplimiento de las metas trazadas en el plan estratégico.

Racionalidad económica y complejidad de las inversiones

Por definición, los fondos colectivos tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. En este contexto es importante estudiar entre otras cosas, la consistencia en las proyecciones utilizadas en el estudio de factibilidad con las utilizadas para el sector y la economía, los indicadores de rentabilidad del proyecto productivo específico (VAN, TIR), en base al estudio de factibilidad del mismo, y la consistencia de la rentabilidad esperada con la realidad del sector económico en que se desarrollará el mismo, así como los riesgos inherentes a la etapa previa a la operación y los vinculados con la etapa operativa y las garantías.

Calificación de riesgo de las inversiones

Riesgo del portafolio de inversiones

Mientras mayor sea el riesgo del portafolio de inversiones del fondo mayor será la variabilidad del valor económico de éste y consecuentemente mayor será la volatilidad del valor. El riesgo de un portafolio de inversiones bien diversificado está en función al riesgo de mercado de los títulos incluidos en el mismo.

En tal sentido, se evalúan dos aspectos fundamentales; por un lado, se analiza el riesgo propio, no sistemático o diversificable que enfrentan las empresas y/o proyectos productivos cuyos valores de deuda integran el portafolio de inversiones del fondo. Se aprecia el mercado en el que desarrollan sus actividades, la naturaleza de su actividad (servicios o productiva), la calidad del recurso humano, los planes de expansión, investigación y desarrollo, la solvencia financiera, el tamaño, el grado de diversificación sectorial y territorial. Y, por otro lado, se analiza el riesgo que no se puede evitar, por mucho que se diversifique, conocido como riesgo sistemático o no diversificable, el cual depende de la existencia de determinados acontecimientos que amenazan a todos los negocios y que responde a la coyuntura económica general.

Tamaño de los proyectos

La experiencia muestra que los precios de proyectos pequeños tienden a ser más fluctuantes que los precios de aquellos de mayor tamaño. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, que existe una mayor información - no necesariamente pública - de los proyectos de mayor tamaño y por otro lado, que se asume que éstos presentan una menor vulnerabilidad frente a eventos o situaciones adversas. En consecuencia, a mayor tamaño de los proyectos cuyos títulos adquiere el Fondo, menor será el riesgo relativo asignado.

Variabilidad de los precios

En el caso de este fondo, por la naturaleza de la inversión, no existe necesariamente una correlación directa entre la cotización de los instrumentos invertidos y la variabilidad del valor de la cuota, más bien existe una relación directa entre la posibilidad de realización de los títulos que conforman el portafolio de inversiones en el mercado y el valor al cual serían adquiridos, lo que influiría en el valor o precio de la cuota de participación del fondo. Es por ello que la valorización diaria es más compleja y menos representativa.

Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantiene el fondo

Para determinar la pérdida esperada por el no cumplimiento de las obligaciones contraídas por el fondo, se realizará el análisis de la capacidad de pago del mismo, la cual dependerá

de la calidad de las inversiones que el Fondo mantenga en su portafolio y/o en los que pretenda adquirir / invertir, dado que la generación de recursos de estos activos repagarán las obligaciones contraídas por el fondo.

El análisis considerará adicionalmente los siguientes aspectos:

- Posición del fondo en el mercado.
- Indicadores de la situación financiera del fondo.
- Destino de los recursos
- Racionalidad del proyecto
- Seguros y garantías de la inversión.
- Experiencia y motivación de los patrocinadores del proyecto.

Otros factores

Títulos de renta variable y renta fija

El portafolio de inversión del fondo se divide entre títulos inscritos y no inscritos. Los primeros no constituyen el objeto principal del fondo, por lo que, se convierten en elementos complementarios para la asignación de la categoría de riesgo de la cuota de participación.

En cuanto a los títulos de empresas no inscritas en el Catastro Público de Mercado de Valores, las categorías asignadas por tipo de activo en el que el fondo invierte tendrán relación directa con las variables que comprenden el procedimiento de calificación y las categorías de riesgo asignadas a cada uno de los puntos de evaluación.

Indicadores de mercado

Aquellos fondos que se transan con una relación precio / utilidad muy superior a la del mercado y a la de sus competidores, probablemente son aquellos que se encuentran involucrados en grandes proyectos de inversión. Dichos proyectos pueden ser muy positivos desde el punto de vista de la rentabilidad futura del fondo, pero a la vez detrás de ello hay un mayor riesgo comparado con la situación de una empresa en marcha, que opere en un marco de mayor estabilidad. Otros indicadores indirectos del riesgo de invertir en una determinada sociedad son la relación entre el valor en libros y el valor de mercado existente (patrimonio / número de acciones) y el rendimiento de los dividendos. En consecuencia a los fondos con indicadores de mercado superiores al promedio del sistema, se les asignará un menor riesgo relativo.

Liquidez en el mercado

La liquidez es un factor importante dentro del análisis, debido a que mientras mayor sea ésta, menor será la pérdida que tendrá que soportar un inversionista que requiera liquidar rápidamente su posición en un fondo. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado refleje el verdadero valor de las cuotas y, por ende, del fondo.

Dispersión de la propiedad

Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad de un fondo que pueden influir en la estabilidad en cotización de sus cuotas en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en el fondo y un mayor grado de dispersión de la propiedad del mismo, son factores que contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las cuotas en el mercado. En consecuencia, a los fondos cuya propiedad se encuentra más diseminada y en la cual participan inversionistas de largo plazo, se les asignará un menor riesgo relativo. La dispersión de la propiedad estará en función al promedio que presenten

otros fondos similares en el mercado, en caso de existir.

Otros riesgos

Análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales del fondo y de los participantes, en el proceso de emisión y pago de los valores.

Determinación de la calificación

La calificación final del instrumento se obtendrá mediante una combinación de las etapas anteriores del proceso, previa explicación y análisis de la documentación que sirvió de base para realizar la evaluación y análisis de cada uno de los factores considerados. Mediante la combinación de los aspectos cuantitativos y cualitativos mencionados anteriormente, el comité de calificación asignará la calificación final en una de las categorías indicadas previamente.

Procedimiento de calificación de riesgo para los valores provenientes de procesos de titularización

Introducción

La titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores que son susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. El patrimonio de propósito exclusivo, que siempre es el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o que se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Un mismo patrimonio de propósito exclusivo puede respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor puede estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, reconocen iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series. Los flujos que permiten pagar los cupones de los valores emitidos son los que se obtiene de los activos titularizados. Por tanto, es importante determinar la variabilidad de dichos flujos, para determinar el riesgo del título valor emitido.

Toda emisión de valores proveniente de procesos de titularización debe contar con una calificación de riesgo, durante el período de vigencia de la misma. La calificación de este tipo de instrumentos sigue una lógica diferente a la de las emisiones tradicionales; ésta indica los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla, y se refiere a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso, la calificación de riesgo considera la solvencia del originador, del agente de manejo o de cualquier tercero. El emisor define una determinada calificación como objetivo, y su tarea consiste en estructurar la emisión de manera tal que logre dicha calificación. Luego, si se opta por una mejor calificación de riesgo será necesario entregar más y mejores garantías o tener una mayor relación activo-pasivo, o un mayor sobrecolateral.

El presente procedimiento de calificación de riesgo de valores provenientes de procesos de titularización, se inserta dentro del marco regulatorio que rige la Ley del Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

Estructuración de las emisiones

Es importante tener clara la noción de que a pesar de que los activos de los originadores constituyen pasivos para otras entidades o para personas naturales, las transacciones de titularización de activos siempre se originan desde la entidad poseedora de los activos; es decir, son los activos los que sufren el proceso de transformación a "títulos", nunca los pasivos.

Los procesos de titularización se llevan a cabo a través de fideicomisos mercantiles. El agente de manejo fija un punto de equilibrio financiero, cuyas características deben constar en el respectivo Reglamento de Gestión. El inicio del proceso de titularización se determina, una vez alcanzado dicho punto.

a) Partes esenciales

Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

- Originador: consiste en uno o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados,
- Agente de manejo: es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tiene a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:
 - * Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública,
 - * Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados,
 - * Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo,
 - * Colocar los valores emitidos mediante oferta pública,
 - * Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, y
 - * Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.
- Patrimonio de propósito exclusivo: siempre es el emisor y constituye un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos al originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Este patrimonio de propósito exclusivo se instrumenta bajo la figura de fideicomiso mercantil,
- Inversionistas: son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.
- Comité de vigilancia: está compuesto por lo menos por tres miembros elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No pueden ser elegidos como miembros de este comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

b) Bienes susceptibles de titularizar

El proceso de titularización conlleva la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular puede disponer libremente, a partir de:

- Bienes o derechos existentes generadores de flujos futuros determinables, y
- Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

c) Requisitos

Existen tres requisitos básicos para poder estructurar una emisión de titularización, a saber:

- Que la cartera o el activo a titularizar genere un flujo de caja que sea estadísticamente predecible,
- Que la cartera o el activo a titularizar genere un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas, y
- Que no podrá pesar ninguna clase de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni deben estar pendientes de pago impuestos, tasas o contribución alguna sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen

d) Bienes o activos a partir de los cuales se podrán estructurar procesos de titularización

- Valores representativos de deuda pública,
- Valores inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores,
- Cartera de crédito,
- Inmuebles,
- Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda,
- Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, y
- Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda.

e) Valores que pueden emitirse

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos, a saber:

- Valores de contenido crediticio: por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos,
- Valores de participación: por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa en los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización, y
- Valores mixtos: por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

f) Clases de titularizaciones

Actualmente, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores estipula, que se podrán efectuar titularizaciones de las siguientes clases:

- Titularización de cartera: consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con el aporte de cartera de la misma clase y características.

El proceso de titularización de cartera solo se puede estructurar con carteras de la misma clase; no se aceptan mezclas ni combinaciones de carteras. Dicho proceso se lleva a cabo a través de los mecanismos de fideicomisos mercantiles; y, el monto máximo de la emisión no puede exceder el cien por ciento del capital inso-luto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la misma.

La titularización de cartera permite la colocación en el mercado de la cartera generada por los intermediarios financieros, situación que implica la cesión de los derechos al pago del principal y de los rendimientos de dicha cartera, a los inversionistas que compran los valores provenientes de este proceso de titularización.

Los flujos de caja con destino a los inversionistas se generan por tres conceptos:

- Por el pago de intereses provenientes de la cartera y/o cualquier otro activo, los cuales también se utilizan para el pago de intereses a los inversionistas y para el pago de comisiones por concepto de administración de la cartera.
 - Por el pago de cuotas de amortización de cartera según como haya quedado pactado en el documento original de préstamo.
 - Por prepagos no pactados en el documento original del préstamo. Estos pagos son originados por circunstancias socioeconómicas bastante impredecibles, tales como la baja en tasas de interés y la consecuente refinanciación del crédito, disolución de la unidad familiar, reubicación de lugar de trabajo, etc., y le dan a los valores provenientes de procesos de titularización emitidos la característica de incertidumbre sobre la fecha de madurez de los mismos.
- Titularización de inmuebles: consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, mixtos o de participación, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble generador de flujos.

La titularización de inmuebles se perfecciona mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable de garantía o de administración, el originador transfiere a un patrimonio autónomo uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, con cargo al cual la sociedad fiduciaria emite los títulos. Los recursos captados mediante la colocación de los títulos son trasladados por el agente de manejo al agente originador.

En ningún caso el valor de la emisión excede el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble, durante el plazo de la emisión de valores de titularización, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central de Ecuador.

- Titularización de proyectos inmobiliarios: consiste en la emisión de valores mixtos y de participación que incorporen derechos o alícuotas, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido sobre el proyecto inmobiliario.

La emisión de títulos mixtos o de participación incorporan derechos alícuotas o porcentuales sobre el patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien

inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar el proyecto inmobiliario objeto de la titularización. El patrimonio de propósito exclusivo también se constituye con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente el pago de impuesto, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

El monto de la emisión, no puede exceder el cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda.

- Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables: consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con derechos existentes generadores de flujos futuros para lo cual se debe acreditar documentadamente la propiedad del originador sobre tales derechos.
- Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas: consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con la transferencia de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos. Para la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes se debe contar expresamente con la garantía solidaria del originador, así como con otro mecanismo de garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

La titularización de flujos de fondos en general, consiste en el traspaso al patrimonio autónomo del derecho de cobro de los flujos de efectivo previsible en el futuro. Se puede estructurar el proceso de titularización a partir de la transferencia al patrimonio autónomo del derecho de cobro de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda, por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse. Para el caso de proyectos que no cumplan con la información histórica mínima requerida, se toma en consideración el desenvolvimiento financiero y económico proyectado de acuerdo a los estudios de estructuración.

Se debe acreditar documentadamente la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene el derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos, o la relación comercial en virtud de la cual se proyectaron los flujos futuros.

En ningún caso, el valor de la emisión excede el noventa por ciento del valor presente de los flujos requeridos de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no puede ser superior a la Tasa Activa Referencial del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador.

En el caso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no excede del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos requeridos, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Bancos Central del Ecuador. De igual manera, no excede del ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador. Esta relación se mantiene durante la vigencia de los valores emitidos.

En el caso de la calificación de titularizaciones de flujos futuros, la calificación a otorgar se fundamenta en el riesgo evaluado del originador como elemento ancla del riesgo de una transacción de flujos futuros. Existen varios mitigantes en este tipo de estructuras, como por ejemplo, limitar la discrecionalidad en la utilización de los recursos recaudados por parte del originador, además de los mecanismos de apoyo crediticio ya mencionados anteriormente.

g) Mecanismos de garantía

Atendiendo a las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, constituyen al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

- Subordinación de la emisión. Este es un mecanismo de carácter interno que implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputa hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que la porción colocada entre el público cancelará prioritariamente los intereses y el capital. Por ejemplo, si se estima que el riesgo calculado de pérdida de cartera es inferior al 10%, entonces se subordina el 10% de la emisión, quedando el 90% restante con prioridad sobre los pagos de capital e intereses. Los pagos de la porción subordinada no se hacen hasta que no se haya pagado la totalidad de la porción prioritaria. La porción subordinada, que es de inferior calidad crediticia que la prioritaria, puesto que es la que asume el riesgo de pérdida de cartera, es luego comprada por la entidad originadora, absorbiendo de esa manera su propio riesgo.
- Sobrecolateralización. Esta es también una forma interna de apoyo crediticio que consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, excede el valor de los valores emitidos en forma tal que cubre el índice de siniestralidad; a la porción excedente se imputan los siniestros o faltantes de activos. Por ejemplo, el 110% y solamente emite el 100%, quedando el 10% restante en poder del ente emisor, en beneficio de los inversionistas para la reposición de la cartera perdida.
- Exceso de flujo de fondos. Esta es otra forma interna de apoyo que consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados es superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.
- Sustitución de activos. Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, y a éste se le deberá transferir a cambio los activos sustituidos.

- Contratos de apertura de crédito. A través de los cuales se dispone, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, mismas que deben ser aprobadas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito
- Garantía o aval. Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.
- Garantía bancaria o póliza de seguro. Son formas externas de apoyo, que consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.
- Fideicomiso de garantía. Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.
- En el caso de que el originador forme parte del sector público o sea una empresa pública, en subsidio de constituir los mecanismos de garantía establecidos, puede beneficiarse del otorgamiento de garantías soberanas concedidas por el Estado.

h) Principales beneficios ofrecidos por la titularización

Los beneficios más buscados a través de los procesos de titularización, son los siguientes:

- Se incrementa el margen de intermediación, al poder colocar una emisión en el mercado a una tasa de interés inferior a los rendimientos que el originador recibe por los activos que titulariza,
- Las instituciones financieras de diversos países han encontrado en la titularización un mecanismo apropiado para mantener la relación activos de riesgo/capital, dentro de los límites impuestos por sus respectivas autoridades,
- En períodos de contracción monetaria, la titularización es un recurso extraordinario para la obtención de liquidez, a la vez que el originador mantiene un buen servicio a sus clientes.

Aspectos crediticios de las emisiones

Los valores provenientes de procesos de titularización tienen sus riesgos para el inversionista, toda vez que la transferencia de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo conllevan al traslado del riesgo implícito hacia el inversionista final. Sin embargo, una característica importante de la titularización radica en el hecho de que las emisiones se pueden estructurar de una manera tal que su calidad crediticia pudiera ser mejor que la calidad crediticia de las obligaciones directas de la misma entidad que originó el programa de titularización. Esto se logra a través de la incorporación a la estructura de la emisión de los mecanismos de apoyo y mejoramiento crediticio. Resulta entonces fundamental tener clara la noción de que en estas emisiones su calidad crediticia no recae directamente en la solvencia financiera de la entidad que la originó, o la del ente emisor, sino en la calidad crediticia del activo que respalda la emisión. No obstante lo anterior, la buena calidad crediticia de las partes esenciales participantes en la titularización, es un factor importante de consideración siempre que el deterioro o insolvencia financiera de una sola de éstas, podría, por simple reflejo o asociación degradar la calidad del activo titularizado. De acuerdo con este criterio, no debería presentarse diferencias muy significativas ente la calificación del originador y la de la titularización.

La titularización se puede presentar en una amplia gama de estructuras, emisiones y activos que respaldan las anteriores, las cuales a su vez ofrecen una amplia gama de riesgos, razón por la cual se hace indispensable el análisis del desempeño individual de cada activo, para identificar las características y factores propios que afectan la calidad crediticia de los mismos, el análisis o identificación de vacíos jurídicos en las estructuras, o en las entidades participantes que, en determinado momento, pudiesen poner en peligro el flujo normal de pagos hacia los inversionistas, y el análisis sobre la certidumbre de flujos de caja, con los cuales se les pagará a los inversionistas.

Titularización de cartera

a) Cartera hipotecaria

La selección y análisis crediticio de la cartera hipotecaria a titularizar, son complejos. A pesar de que los distintos factores socioeconómicos que afectan el buen desempeño de un conjunto de hipotecas varían entre los distintos países o regiones, existe una serie de factores que son comunes en los distintos mercados, los cuales influyen directamente en el buen desempeño del bloque de cartera. Algunos de estos son:

- La relación préstamo-valor (loan-to-value). Se ha encontrado en varios países del mundo que mientras más elevada sea esta relación, más “incentivos” podría tener el prestatario para incumplir su obligación. Esto se hace particularmente crítico en las hipotecas de “amortización negativa”, o sea aquellas cuyos pagos de amortización no son suficientes para amortizar el principal. En un período de recesión, esta razón se podría colocar por encima del 100%, existiendo entonces una “buena razón” para que el prestatario deje de pagar. Entonces, mientras más alto el promedio de la razón préstamo-valor en el bloque de cartera, más baja será la calidad crediticia de la emisión de títulos respaldados por dicha cartera.
- Tipo de bien hipotecado. Las estadísticas en otros países han demostrado que las hipotecas sobre casas de habitación o sobre conjuntos residenciales de pocas familias, presentan una menor frecuencia de incumplimientos que las hipotecas sobre proyectos masivos y multifamiliares de vivienda, no solo por la diferencia en la calidad crediticia de los prestatarios, sino también por la relación existente de valor construcción/valor terreno. Entonces, mientras más hipotecas sobre casas o pequeños proyectos hay en el bloque, mejor será la calidad de los títulos emitidos.
- Destino del bien hipotecado. También se ha encontrado que cuando el bien es destinado para la vivienda primaria de su dueño, las incidencias de incumplimiento son menores que las hipotecas de bienes raíces destinados a la recreación, a la inversión, etc. Por consiguiente, mientras más hipotecas de viviendas habitadas por sus dueños haya en el bloque, mejor será la calidad crediticia de los títulos.

La lista de características y factores buscados y deseados en las hipotecas es más extensa. Estas tres características se presentan a título meramente ilustrativo sobre como las distintas variables presentes en un bloque de hipotecas titularizadas pueden afectar a los intereses de los inversionistas.

Para el cálculo de riesgo de pérdida para el inversionista, se selecciona, de un universo estadístico ampliado, un patrón estándar de hipoteca, con todas sus características, al cual se le asigna un valor estándar unitario y se le asigna valores por encima o por debajo de la unidad, de acuerdo con sus respectivas desviaciones con respecto a la hipoteca patrón. Al resultado de los valores asignados, se le incorpora las estadísticas de frecuencia arrojadas por el universo ampliado. El resultado es entonces el riesgo base calculado de pérdida para los inversionistas. Con este riesgo base se diseña entonces el mecanismo de apoyo crediticio para proteger la emisión. La operación parece sencilla, pero no lo es. Esto, a título meramente ilustrativo de la tecnología financiera que se ha desarrollado para lograr que la

titularización de activos haya tenido la aceptación que hoy día tiene en mercados de capitales desarrollados.

b) Cartera de tarjetas de crédito

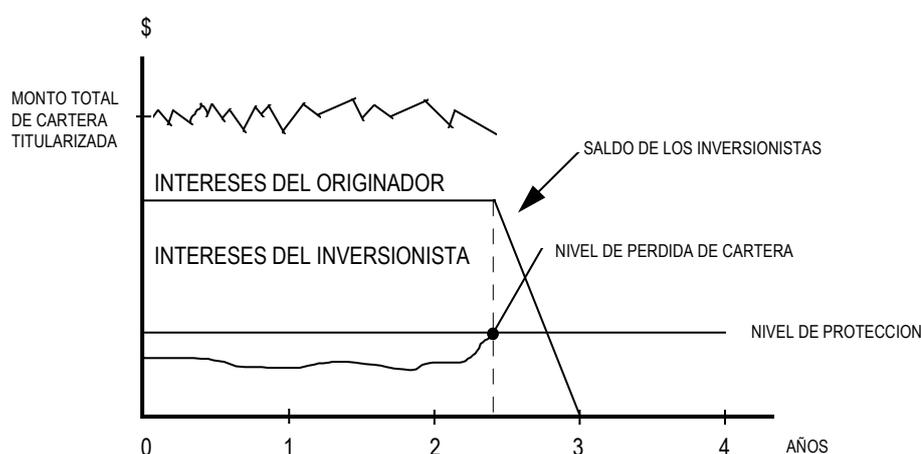
La cartera de tarjetas de crédito es distinta a casi todas las otras utilizadas para titularización, en el sentido de que son créditos rotativos, o sea que están utilizando y pagando continuamente, en el hecho de que generalmente no está respaldada por una garantía. Los principales factores de consideración que afectan la calidad de la emisión son:

- Composición de la clientela: clientes de conveniencia versus clientes de utilización del crédito. Los clientes de conveniencia son aquellos que nunca utilizan la financiación de la tarjeta de crédito, cancelando la totalidad de la cuenta tan pronto la recibe, mientras que los otros son los que utilizan los plazos de financiación ofrecidos por la tarjeta. Generalmente, existe una alta correlación entre la buena calidad crediticia y el cliente de conveniencia. Entonces, mientras más clientes de conveniencia en el paquete de cartera, más protección habrá para los inversionistas. No obstante, paradójicamente, los clientes de conveniencia no son los más deseados para la titularización de cartera de tarjetas de crédito. Un paquete de cartera compuesto en su totalidad por clientes de conveniencia, rotaría en un 200% todos los meses, circunstancia ésta que haría prácticamente imposible la estructuración de una emisión a largo plazo, y sumamente dispendiosa la administración de la cartera. Además, el rendimiento promedio de un bloque compuesto por este tipo de cliente es muy inferior a uno con clientes de utilización de la financiación. Lo más indicado es entonces buscar un equilibrio adecuado en la selección de la cartera que compondrá el paquete a titularizar, de acuerdo con estructura y plazo deseado.
- Si bien el riesgo en las titularizaciones de cartera de tarjetas de crédito está en el cliente del originador, no es por menor el análisis de la madurez promedio del bloque. Se ha encontrado que los bloques de cartera se estabilizan, en cuanto a morosidades e incumplimientos. Después de determinado período de tiempo de madurez deseado en el "pool" de cartera a titularizar. Por lo tanto, mientras más maduro el bloque de cartera, mejor la calidad de la emisión.
- Tasa de utilización -tasa de repagos de la cartera. Estos dos índices, independientes muestran respectivamente el promedio de utilizations mensuales y el promedio de pagos mensuales con respecto al tamaño del bloque. Combinados muestran el flujo de caja disponible para amortizar la emisión e indica el tiempo en el cual se puede retirar la emisión. Cuando la tasa de utilización se incrementa con respecto al incremento de la tasa de pagos, se comienza a deteriorar la calidad de la emisión. Cuando la tasa de pagos se incrementa con respecto a la tasa de incremento de utilización, se acelera el prepago de la emisión. Las emisiones de tarjeta de crédito por lo general se estructuran a largo plazo. Esto se logra dividiendo la vida de la emisión en dos períodos: a) el período de rotación, durante el cual el flujo de caja proveniente de los pagos efectuados por los usuarios se destina a la recompra de cartera nueva generada por los clientes que conforman el "pool", y b) el período de amortización, durante el cual los pagos se utilizan para amortizar la emisión.

El cálculo de riesgo base de pérdida para los inversionistas también se hace partiendo de un universo estadístico ampliado, incorporando factores del universo al bloque titularizado. El bloque es sometido a diferentes pruebas de tensión simuladas para comprobar lo adecuado del apoyo crediticio. Sin embargo, dadas las características tan particulares de la cartera de tarjetas de crédito, las cláusulas de eventos de repago acelerado de la emisión, incorporadas en el contrato, constituyen la primera línea de protección de los inversionistas, a diferencia de las otras titularizaciones cuya primera línea de protección son los apoyos crediticios. En este caso, los apoyos son el segundo recurso de protección.

Otro factor, muy importante en las titularizaciones de cartera de tarjetas de crédito son los eventos de aceleración de la emisión. Ante un incremento inusitado en la morosidad, la estructura debería prever mecanismos para que se suspenda la sustitución de cartera y se comienza a repagar la emisión. De esta manera, esta sería una línea de defensa o protección para los inversionistas.

Gráfico N° 1. Comportamiento de una emisión a largo plazo estructurada con cartera de tarjetas de crédito, con evento de pre-pago acelerado, por incremento en el nivel de pérdidas.



Son varios los eventos que disparan el prepago de una emisión de tarjetas de crédito. Uno de ellos podría ser el ya mencionado anteriormente, en donde por determinado período la tasa de utilizaciones se incrementa con respecto a la tasa de pagos, o un incremento inusitado en el nivel de pérdidas, o una imposición oficial limitando o reduciendo la tasa de interés que se pueda cobrar sobre la cartera o en fin, cualquier otro evento que deteriore la calidad crediticia de la cartera o modifique la configuración financiera inicial sobre la cual se montó la estructura.

c) Cartera de facturas comerciales

El riesgo de pérdida para el inversionista está dado por el riesgo de incumplimiento individual de las empresas deudoras cuya cartera fue titularizada. En la teoría, lo mismo se aplica para los casos anteriores, pero dada las distintas características de riesgo entre una persona natural y una empresa, las anteriores se analizan por bloques.

La concentración de préstamos provenientes de un mismo sector de la economía, o de una misma empresa son factores de consideración importantes en la evaluación del riesgo de pérdida para los inversionistas. También la trayectoria de las empresas en el mercado y como clientes de la institución originadora o su casa matriz son factores de importancia en la calidad de la emisión.

d) Titularización de flujos de fondos en general

En las titularizaciones de flujos el riesgo está en el originador y en la probabilidad de que este mantenga su capacidad de pago durante la vigencia de la titularización. De tal manera que se asegure el traspaso de los flujos al patrimonio de la titularización o fondo administrador para cubrir los pagos a los inversionistas. Por lo tanto, los aspectos crediticios

para las titularizaciones de flujos radican en la capacidad de pago del originador y en la adecuada estructuración financiera y legal para garantizar un sistema apropiado de traspaso de flujos que no afecte la solvencia del originador.

En la calificación de flujos futuros, la entidad generadora de los flujos (originador) debe presentar buena situación financiera y operativa de modo que garantice su capacidad futura para seguir operando y generando los flujos que titularizó. Por lo anterior, en estos casos no se puede aislar el riesgo total de la titularización del riesgo de la entidad, y es por esto que la mejora en la calificación de la titularización es limitada, esto es, no podrá haber diferencias muy significativas entre la calificación del originador y la asignada al instrumento.

En la titularización de flujos futuros, a diferencia de la titularización de activos en la cual se tiene una masa de deudores, en la de flujos se cuenta con una sola entidad generando los flujos futuros, con los que debe repagar a los inversionistas en los títulos, razón por la cual la calificación de la titularización parte de la calificación de la entidad que genera los flujos y por esta misma razón la calificación de la titularización tiene sus límites, es decir se puede mejorar pero con ciertas limitaciones. En la titularización de activos (hipotecas, tarjetas de crédito, etc.) la calificación no parte de la calificación del originador, sino más bien de la calidad de la cartera titularizada y de la estructura de la titularización.

Otra diferencia entre las titularizaciones de cartera y las de flujos futuros, es que en las de cartera se puede determinar estadísticamente la severidad de la pérdida y en base a esto fijar el tipo y monto de los sobrecolaterales, mientras que en las de flujo futuro no es factible esa medición.

En estas titularizaciones hay que tener en consideración algunos aspectos relevantes, tales como:

- El monto de los flujos a titularizar. Hay que tener presente que la entidad que realiza la titularización debe seguir operando y el monto a titularizar no puede afectar la operación, o sea, la empresa debe disponer de flujos adicionales después de la titularización para su normal operación.
- El destino de los flujos de la titularización, si es para proyectos o para cancelar pasivos.
- Aspectos legales de la titularización frente a los acreedores de la entidad, en caso de un incumplimiento de la entidad con alguno de sus acreedores. Por esta razón no es recomendable titularizar flujos de entidades con baja calificación crediticia. La atención de las deudas del originador no se puede ver afectada por la titularización.

Para las titularizaciones de flujos se deberá considerar el tipo de titularización, estas pueden ser de inmuebles, proyectos inmobiliarios o de flujos de fondos en general. El análisis de calificación, por lo tanto deberá estar orientado a las condiciones específicas de cada tipo en el momento de evaluar la capacidad de pago del originador.

Consideraciones para evaluar los mecanismos de garantía

A pesar de que los mecanismos de apoyo crediticio buscan el mismo fin, el de minimizar el riesgo de pérdida para el inversionista, no todos surten idénticos efectos o tienen iguales implicaciones para el originador. A continuación se detallan los mecanismos de garantía más comunes:

- Las emisiones subordinadas. Estas emisiones ofrecen la ventaja para los inversionistas ya que este mecanismo separa una porción de los valores emitidos, generalmente a nombre del originador (suscrita por el originador) para cubrir cualquier faltante de activos

o siniestros y al ser subordinada el pago a esta se realizará posterior a cubrir las clases preferentes. De esta manera se logró disminuir el riesgo de pérdida para el inversionista de la porción que no está subordinada. El costo de esta forma de apoyo es más reducido para el originador, respecto a otros mecanismos.

- **Sobrecoletarización.** Este mecanismo implica el traspaso de una cantidad mayor de valores al fideicomiso, de tal forma que exceda el valor emitido. De esta manera se contará con recursos para cubrir cualquier faltante o siniestro sin afectar al valor emitido. Por lo tanto la sobrecoletarización surte el mismo efecto del mejoramiento progresivo de la calidad crediticia de la cartera que la emisión subordinada. Puede resultar un poco más costosa que esa.
- **El exceso de flujo de fondos.** Este mecanismo al generar flujos en exceso y requerir la conformación de un depósito en garantía permiten cubrir posibles desviaciones o distorsiones en el flujo. De ser necesario el agente de manejo podrá liquidar este depósito y cumplir con los pagos a los inversionistas. Por lo que el riesgo de no pago al inversionista se ve disminuido.
- **La garantía o aval.** Debido al alto costo de esta opción, muchas veces se pacta que sea una suma fija, pero del remanente por amortizar de la emisión y por consiguiente no ofrecería la característica de disminuir paulatinamente el nivel de riesgo para el inversionista. Además, la calidad de este tipo de apoyo crediticio siempre está ligado a la calidad de la entidad otorgante.

No obstante sus diferentes características, todos estos mecanismos de garantía se han probado con excelentes resultados, por lo que la Calificadora podrá evaluar una mejora en la calificación crediticia de la emisión.

Consideraciones crediticias de las entidades participantes

Como ya se anotó anteriormente, a pesar de que el paquete de cartera o activos que respalda la emisión queda completamente aislado de acciones de recurso contra el originador, por concepto de pérdidas en el mismo, la calidad crediticia de las entidades participantes en la transacción de titularización es de gran trascendencia para la buena calidad de la emisión y para la protección de los intereses de los inversionistas.

- **El originador.** La entidad originadora de la transacción debe ser del más elevado nivel crediticio y poseer una infraestructura administrativa adecuada para la estructuración de la transacción. Titularizar el mejor activo de una entidad de baja calidad crediticia, representaría un alto riesgo de pérdida para los inversionistas por varios motivos: i) En caso de insolvencia del originador, el activo titularizado se deteriora por simple reflejo o asociación, o “desmotivación” de los deudores para continuar efectuando sus pagos a una entidad con problemas. ii) Si la operación de titularización no quedó estructurada o configurada como tal, los inversionistas podrían pasar a formar parte de los acreedores de la insolventada originadora. iii) Si la entidad originadora retuvo las funciones de entidad administradora, como ocurre con frecuencia, el flujo normal de fondos hacia los inversionistas se podría suspender, y los que se encuentran haciendo tránsito se podrían perder.
- **El agente de manejo,** también debe poseer una alta solvencia financiera que garantice la protección de los fondos de los inversionistas, y una infraestructura administrativa apropiada para el desempeño de sus funciones y como componente de la estructura que se le haya dado a la titularización. Algunas de las funciones son: i) El recaudo de los pagos periódicos de los deudores. ii) El inicio de cobros judiciales en caso de morosidad. iii) La reinversión transitoria de los fondos hasta el próximo período de pago a los inversionistas. iv) La formación de los apoyos crediticios cuando estos se construyen con flujos de fondos. v) La vigilancia del cumplimiento de las garantías y pólizas de seguros estipuladas en los contratos originales. vi) El pago de las comisio-

nes asociadas con la emisión, etc. De nuevo, la insolvencia del administrador pondría en peligro los pagos a los inversionistas.

- El emisor. Es el patrimonio de propósito exclusivo, integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que se integren como consecuencia del proceso de titularización. Este patrimonio se instrumentaliza bajo la figura de fideicomiso mercantil.^{iv}

Consideraciones estructurales y legales

Una estructuración de titularización requiere de mecanismos tanto financieros, como legales, que le den soporte a la transacción en todos sus aspectos de funcionamiento. Algunos de los aspectos de mayor consideración en la estructuración de la consolidación son:

- La transferencia de dominio. La transferencia de dominio de los activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo debe efectuarse a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recae sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes. Este es un aspecto de relevancia tanto para el ente originador como para el inversionista; es necesario establecer un proceso adecuado para la transferencia del activo o flujo, con el objetivo de que la entidad originadora logre beneficiarse plenamente de las ventajas de la titularización; caso contrario, los inversionistas podrían ser considerados como acreedores con garantía, en caso de problemas en la originadora.
- El traspaso del activo o flujo y las garantías. En la transferencia de dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo, importa tanto el traspaso del activo o flujo como de las garantías que le accedieren, a menos que originador y agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que debe ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas.
- El contrato de administración. Se debe establecer claramente la relación existente entre la administradora, los activos titularizados y los flujos de caja provenientes de los mismos. Los flujos de caja en tránsito hacia los inversionistas deben quedar segregados en cuentas independientes constituidas para tal fin. Los anteriores factores son aún más críticos cuando los servicios de administración los presta la misma entidad originadora. También debe quedar plenamente establecida la relación existente entre cada una de las partes involucradas en la estructura, y la posibilidad de transferir la administración de la transacción a una entidad suplente en determinado momento.
- Para el establecimiento de los mecanismos legales para la transferencia de activos al fideicomiso, se deberá tener en cuenta lo dispuesto legalmente para el efecto. Y estos mecanismos deberán estar establecidos claramente para la eficiente implementación del proceso.

Metodología de calificación

El análisis de calificación incorpora múltiples factores tanto cualitativos, como cuantitativos; así, los indicadores, herramientas y estudios incluidos en el presente apartado, forman parte de un proceso que busca generalizar el análisis crediticio, y optimizar la eficiencia y calidad del mismo. Cabe recalcar, que los criterios que se detallarán a continuación constituyen un marco referencial, por lo que de ninguna manera se los considera restrictivos.

Pese a lo anterior, la decisión de otorgar una calificación a un valor proveniente de un proceso de titularización, no puede basarse enteramente en un conjunto definido de reglas o

parámetros fijos. Esto, debido a que los analistas que participan dentro del proceso de análisis utilizan siempre su sentido común, experiencia y buen juicio, siendo previsores en el desempeño esperado de la emisión y su entorno. Además, las decisiones de calificación son tomadas por el Comité de Calificación; órgano independiente, en el cual los criterios de sus miembros pueden ser diversos y variados.

Por lo tanto, si bien se han establecido los factores que ayudan a determinar las características y los niveles deseados para cada rango de calificación, los miembros del Comité pueden decir, si alguno de dichos factores es, a su criterio, lo suficientemente importante para determinar cierta calificación.

Los factores de análisis establecidos en la presente metodología son amplios en su alcance, debido a que la Calificadora reconoce que el proceso de calificación es dinámico y cada emisión posee características y estructuras particulares, situación que sería difícil reflejar en la calificación asignada, si se estableciera un enfoque que considere únicamente parámetros rígidos. De manera adicional, dicho enfoque permite adaptar el proceso de calificación de manera rápida, conforme surjan nuevas necesidades en el mercado, a medida que se van presentando.

Los instrumentos que poseen información suficiente, son calificados de acuerdo con el análisis cualitativo y análisis cuantitativo. Dentro del procedimiento se considera lo señalado en el procedimiento de calificación de valores representativos de deuda en los aspectos que sean aplicables. Además, la información a utilizarse por Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., no es mayor a dos meses anteriores a la fecha de reunión del comité.

La titularización se puede presentar en una amplia gama de estructuras, emisiones y activos que respaldan las anteriores, las cuales a su vez ofrecen una amplia gama de riesgos, razón por la cual se hace indispensable el análisis del desempeño individual de cada activo transferido, para identificar sus características y factores propios que afectan la calidad crediticia de los mismos, el análisis o identificación de vacíos jurídicos en las estructuras, o en las entidades participantes que, en determinado momento, pudiesen poner en peligro el flujo normal de pagos hacia los inversionistas, y el análisis sobre la certidumbre de flujos de caja, con los cuales se le pagará a los inversionistas.

Para todos los casos, la Calificadora contempla las siguientes consideraciones generales, al momento de realizar la evaluación:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados,
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a los términos establecidos en la documentación legal,
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia,
- Tratándose de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, la Calificadora analiza:
 - El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes,
 - Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión,
 - La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos,

- La capacidad del originador para generar flujos futuros dentro del proceso de titularización y las condiciones del mercado,
- Comportamiento de los órganos administrativos del originador, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación,
- Conformación accionaria y presencia bursátil,
- Consideraciones sobre el originador, de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables,
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, y
- Consideraciones de riesgos cuando los activos del originador que respaldan la titularización incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Además, en función de la naturaleza de los valores emitidos, la Calificadora analiza lo siguiente:

- Para carteras de crédito:
 - Información estadística, matemática, actuarial y contable, vinculada con los flujos futuros de la cartera a titularizar,
 - Descripción y análisis del tipo de cartera y su valoración,
 - Índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera a titularizar, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas, y
 - Procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control.
- Para bienes inmuebles:
 - Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los inmuebles al patrimonio autónomo,
 - Cálculo del índice de desviación en la generación de los flujos proyectados, y
 - Mecanismos de garantía y los avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- Para proyectos inmobiliarios:
 - Mecanismos de medición de la factibilidad del proyecto inmobiliario, su calidad técnica, las expectativas del mercado para asimilar el proyecto, y demás índices de medición financiera y económica,
 - Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas,
 - Mecanismos de valoración y seguridad de los valores mixtos o de participación que incorporen derechos o alícuotas porcentuales de participación sobre el patrimonio constituido,
 - Garantías, así como los seguros contra riesgos a los que esté expuesto el inmueble y los factores de valoración del mismo, y
 - Avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- Para flujos futuros de fondos en general:
 - Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización,

- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas,
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad, y
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.

Análisis de factores cualitativos

Las calificaciones asignadas a los valores provenientes de procesos de titularización reflejan el pago oportuno, en tiempo y forma, de los intereses y del principal, de acuerdo a los términos establecidos para ello. Los factores cualitativos que se mencionan a continuación brindan un marco general del proceso de análisis para toda clase de valores respaldados por activos. Pacific Credit Rating S.A., vislumbra que este tipo de emisiones comprende una gran variedad de activos, por lo que en determinados casos se pueden omitir algunos de los factores mencionados en los siguiente literales; o, se deben complementar con información adicional.

En el caso de Titularización de Flujos se analiza:

Características de la industria(originador)

- a) Fase en que se encuentra la industria: industria en crecimiento, estable o decreciente.
- b) Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Interno Bruto, regímenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.
- c) Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Localización de la competencia (regional, nacional o internacional); identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.
- d) Existencia de mercados potenciales.
- e) Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).
- f) Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.
- g) Proveedores de la industria: 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.
- h) Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales (tributarias, tarifarias, 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; etc.

Posición de la empresa en su industria

- a) Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.

- b) Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.
- c) Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.
- d) Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.
- e) Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.
- f) Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo; etc.

Gobierno Corporativo

La revisión de la estructura de gobierno corporativo del originador implica analizar los reglamentos internos, las políticas de información y las relaciones entre los órganos de gobierno (Comités de Auditoría, Prácticas Societarias y de Finanzas), incluyendo el Consejo de Administración Asamblea General de Accionistas y reuniones de gerencia. También se evalúa la calidad y oportunidad de la información revelada y los procedimientos que permiten su elaboración y la relación de la firma con sus proveedores de recursos financieros. El análisis de PCR se centra en evaluar la funcionalidad y composición del Consejo de Administración y órganos de gobierno. La estructura de controles establecidos para garantizar que sus políticas así como los procedimientos sean apropiados. La existencia de Consejeros Independientes y el grado de independencia de éstos. La remuneración e incentivos de la administración y los principales directivos, así como las políticas relativas a transacciones con partes relacionadas. Además se observa la integridad de la contabilidad y auditoría, que incluyen el grado de revelación de información financiera e información no financiera (incluyendo la agresividad de las prácticas contables y posibles debilidades de control). Se revisa la estructura de propiedad de las acciones (incluidas las de los directores) y los derechos de los accionistas.

De esta manera, se logra tener una idea clara de la transparencia que mantiene la organización para con sus accionistas, mediante el análisis de los niveles de equidad, responsabilidad, transparencia y rendición de cuentas de los diferentes componentes de gobierno de la firma. Se analizará las prácticas seguidas por la empresa según los "Principios de Buen Gobierno Corporativo" difundidos por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y de acuerdo a las normas impartidas por el ente de control.

Se analizará entre otras, las características de la administración tales como la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la estructura de la organización; los sistemas de administración y planificación; los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial; los antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo, se analizará la propiedad y se tomarán en cuenta aspectos tales como su concentración; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños con relación al comportamiento de la empresa; el grupo empresarial en que eventualmente

estuviera inserto el originador; la importancia estratégica de éste 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.

Generalmente no se considera como una fortaleza crediticia el contar con una buena estructura de gobierno corporativo, sino más bien se busca que se cuente con esto como un elemento indispensable dentro del sano desarrollo de la institución en el largo plazo. Sin embargo, en caso de que se observe alguna deficiencia que pueda llegar a disminuir la protección de los inversionistas, ésta podría tener un impacto negativo en la calificación asignada.

Responsabilidad social

- a) Misión, visión y valores de la empresa
- b) Código de ética
- c) Política de recursos humanos (MOF)
- d) Política de prevención del medio ambiente
- e) Política de proyectos sociales
- f) Políticas de marketing responsable
- g) Plan estratégico de la empresa (metas y resultados)

Racionalidad del producto o servicio

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio se considerará, entre otros, los siguientes aspectos:

- a) Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado; y si existe un producto y mercado ya desarrollados, la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.
- b) Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del originador en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus valores de deuda crediticias.

Entre los factores determinantes del costo de operación del originador, se considerarán los siguientes aspectos:

- a) Las condiciones de abastecimiento de materias primas y, en particular, la localización respecto a centros de oferta; la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico; y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.
- b) Las características de la tecnología y, en particular, el grado de conocimientos, así como la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.
- c) La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.
- d) La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.
- e) Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

Entre los factores que se evalúan para determinar la racionalidad del producto en el caso de las **titularizaciones de inmuebles**, PCR considera:

a) Características del inmueble

El análisis de la calidad de los inmuebles, se basa en las características de la propiedad y ubicación del inmueble, PCR podrá requerir el criterio experto de profesionales en ingeniería o carrera afines para contar con el aval técnico. La evaluación de siniestros incluye los riesgos originados por siniestros tales como: terremotos, inundación, erupción volcánica, aludes, huracanes, tsunamis, incendios, vandalismo, actos terroristas, entre otros.

PCR evalúa las características del inmueble, como factores determinantes para que el inmueble se mantenga en condiciones óptimas. Se considera condiciones de ingeniería y diseño, materiales de construcción; para lo cual se puede recurrir al criterio de un experto. Se valora: diseño, luminosidad, distribución del espacio, plan de administración y mantenimiento del inmueble. Dentro de las condiciones y normas de seguridad se evalúa: sistemas de evacuación, alarmas de incendios, sistema de aclimatación, diseño y dinámica del sistema hídrico.

La ubicación permite evaluar el perfil de los arrendatarios o inquilinos, el impacto social en la localidad, lo cual podría representar un incremento en los gastos o futuros inconvenientes como pagos de indemnizaciones o recompensas económicas a los residentes. Se evalúa las condiciones socioeconómicas que ofrece la ubicación del inmueble, esto permite identificar el perfil de los arrendatarios, inquilinos o futuros compradores. El estructurador debería haber considerado todos estos factores para definir: mercado objetivo, cánones de arrendamiento, proyección de ingresos.

PCR evalúa la trayectoria de la inmobiliaria o empresa constructora. Se revisa su legalidad ante los entes de control competentes, su trayectoria en el mercado, en este punto se valora reconocimiento y posicionamiento en el mercado, años de experiencia, certificaciones de calidad, prácticas de responsabilidad social, cuidado al medio ambiente, impactos en la localidad.

PCR valora positivamente la existencia de pólizas de seguro que garanticen el inmueble. Se observa las condiciones de las pólizas, la entidad aseguradora que emite dicha política y la instrumentalización legal para hacer efectiva la póliza en caso de siniestros. Es importante mencionar que cada uno de estos factores depende del tipo de inmueble que se trate: oficinas, bodegas, locales comerciales.

PCR podrá considerar, de creer pertinente otros factores, para estimar la posibilidad de que el inmueble se mantenga en óptimas condiciones y se cumplan con las medidas necesarias para controlar cualquier evento que pudiera poner en riesgo el inmueble como tal. Se evalúa el deterioro normal que sufren los inmuebles a lo largo del tiempo y las acciones que se prevean realizar para evitar siniestros de cualquier tipo.

Cada uno de los factores: Características del inmueble, ubicación del inmueble, trayectoria de la inmobiliaria y seguros o pólizas en un primer momento son evaluados de manera independiente y posteriormente analizados de manera conjunta.

b) Ocupación y desocupación del inmueble

Para PCR, el nivel de desocupación es determinante para evaluar la estabilidad de los ingresos que se generen, es muy importante que se logre mantener los niveles de ocupación de acuerdo con las características del inmueble. Por ello es importante conocer el

comportamiento histórico y determinar tasas de ocupación o desocupación y conocer el plazo de los contratos de arrendamiento, de ser el caso.

PCR evalúa, mitigantes como la constitución de reservas o provisiones para poder cubrir posibles caídas en el flujo de ingresos. Para poder constituir reservas de manera óptima, sin afectar los resultados, es importante conocer el comportamiento histórico para poder prever el monto de las provisiones y el tiempo que se requiere para su reposición.

PCR evalúa la calidad de los contratos, mientras mayor es el plazo del contrato de arrendamiento la posibilidad de desocupación disminuye. Se requiere de contratos que se constituyan en instrumentos que faciliten acciones en el caso, por ejemplo, de terminación unilateral del contrato por parte del inquilino. Si los contratos incluyen cláusulas con penalidades por incumplimiento del contrato se considerará como un mitigante.

c) **Concentración:**

En este punto PCR evalúa tanto la concentración por inmueble como por inquilino. PCR considera que niveles altos de concentración pueden debilitar la estabilidad generadora de flujos del fondo, por lo que ante concentraciones altas la calificación tenderá a ser menor, frente a portafolios que presente una amplia diversificación por inmuebles y por inquilinos. La diversificación por inquilinos o propietarios podría ser un mitigante ante eventos o circunstancias desfavorables, esto reduciría un impacto negativo en los ingresos.

Para medir la concentración PCR considera, además del número de inquilinos o propietarios, la ubicación geográfica, el sector económico de los inquilinos o propietarios y el tipo de inmueble. Se evalúa el aporte al flujo del fondo de cada uno de los inquilinos o propietarios.

En el caso de **titularizaciones de proyectos inmobiliarios**, se evaluarán los siguientes factores para determinar la racionalidad del producto o servicio:

a) **Experiencia y motivación de los patrocinadores:**

Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se considerará que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquellos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto. En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador. En el evento que se produzcan cambios en la administración o en la propiedad del emisor, deberán evaluarse los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.

PCR evalúa la trayectoria de la inmobiliaria o empresa constructora. Se revisa su legalidad ante los entes de control competentes, su trayectoria en el mercado, en este punto se valora reconocimiento y posicionamiento en el mercado, años de experiencia, certificaciones de calidad, prácticas de responsabilidad social, cuidado al medio ambiente, impactos en la localidad.

b) **Experiencia y capacidad financiera de los contratistas:**

Se analizará la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo con el presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y que tengan experiencia en obras

similares. Este aspecto está asociado a posibles problemas para obtener los recursos necesarios para atender la demanda de liquidez que requiere el proyecto para continuar con el avance de obra en los tiempos programados. PCR podría, de considerarlo necesario, realizar análisis de sensibilización de las diferentes variables del desarrollo inmobiliario; así como la diversificación en las fuentes de financiamiento de los proyectos como la preventa, el aporte que realizan las entidades que participan, estudios realizados, entre otros.

c) Características del proyecto:

El análisis de la calidad de los inmuebles objetos del proyecto, se basa en las características de la propiedad y ubicación del inmueble, PCR podrá requerir el criterio experto de profesionales en ingeniería o carrera afines para contar con el aval técnico. La evaluación de siniestros incluye los riesgos originados por siniestros tales como: terremotos, inundación, erupción volcánica, aludes, huracanes, tsunamis, incendios, vandalismo, actos terroristas, entre otros.

PCR evalúa las características del inmueble, como factores determinantes para que el inmueble se mantenga en condiciones óptimas. Se considera condiciones de ingeniería y diseño, materiales de construcción; para lo cual se puede recurrir al criterio de un experto. Se valora: diseño, luminosidad, distribución del espacio, plan de administración y mantenimiento del inmueble. Dentro de las condiciones y normas de seguridad se evalúa: sistemas de evacuación, alarmas de incendios, sistema de aclimatación, diseño y dinámica del sistema hídrico.

d) Localización del proyecto.

Se evalúa la ubicación geográfica del proyecto, la accesibilidad o prestaciones de la zona, los beneficios de la ubicación para el proyecto. Se considera también, las condiciones socioeconómicas que ofrece la ubicación del inmueble, esto permite identificar el perfil de los arrendatarios, inquilinos o futuros compradores. Desde su diseño se debería haber considerado todos estos factores para definir: mercado objetivo, cánones de arrendamiento, proyección de ingresos, zonas de impacto económico.

La evaluación para este tipo de factores está asociada a la zona geográfica en que está o se desarrolla el inmueble, y a los cambios que puede enfrentar ese lugar. Determinadas zonas pueden sufrir la pérdida de la plusvalía del sector, el deterioro de la infraestructura, la disminución de la demanda por desarrollos, etc.

Para evaluar este factor, se requiera los estudios de mercado, estudios de factibilidad y otros estudios técnicos, que procuren identificar una localización adecuada para el proyecto.

e) Atrasos en la construcción del proyecto:

PCR evalúa los atrasos que se puedan presentar por causas imprevistas en las distintas etapas del desarrollo del proyecto. Estos atrasos pueden tener diversos orígenes, como por ejemplo: errores en los estudios o estimaciones de tiempo de culminación, inconvenientes o incumplimientos de proveedores y contratistas, escasez general de materiales, factores climáticos o naturales, contratiempos en la gestión de permisos, entre otros.

f) Características y concentración en la demanda inmobiliaria:

Este factor está vinculado a la posibilidad de que una vez concluido el proyecto no se pueda vender o alquilar debido a las condiciones que presente el mercado inmobiliario, las preferencias de los compradores o inquilinos que se esperan para el inmueble, entre otros, impidiendo alcanzar las expectativas del fondo.

PCR evaluará los estudios de factibilidad que las instituciones involucradas en el proyecto hayan realizado, para determinar el grado de aceptación del proyecto, y revisará los principales indicadores económicos del país en el que se está desarrollando el proyecto Inmobiliario.

g) Obtención de permisos y autorizaciones de las instituciones competentes:

PCR evaluará el proceso y obtención de la aprobación de los permisos que se necesitan para el funcionamiento del proyecto por parte de las autoridades gubernamentales, como por ejemplo los permisos ambientales, municipales, entre otros.

h) Seguros y garantías del proyecto:

Se analizará la existencia de mecanismos de resguardo contra los riesgos de construcción, financiamiento y funcionamiento del proyecto.

PCR valora positivamente la existencia de pólizas de seguro que garanticen el inmueble. Se observa las condiciones de las pólizas, la entidad aseguradora que emite dicha política y la instrumentalización legal para hacer efectiva la póliza en caso de siniestros. Es importante mencionar que cada uno de estos factores depende del tipo de inmueble que se trate: oficinas, bodegas, locales comerciales.

Fideicomiso

- a) Racionalidad de los flujos proyectados,
- b) Consistencia de la estructura financiera con la legal,
- c) Legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo,
- d) Cobertura y mecanismos de garantía, y
- e) Provisiones

Elementos adicionales considerados en el análisis cualitativo

Adicionalmente, la Calificadora indaga en los riesgos producidos por una mala gestión del originado, como puede ser: concentración de créditos, concentración de ventas, problemas de pagos de cartera, etc. Para este fin se realiza un análisis de la composición del activo de respaldo, de la calificación del originador (para titularizaciones de flujos futuros es de vital importancia), de las características de la estructura y de otros elementos que se discuten a continuación:

a) Composición del activo de respaldo

Los procesos de titularización pueden estar respaldados por diferentes activos, los cuales poseen características específicas. Es por ello, que los factores más representativos que determinan la calidad de los mismos, varían significativamente.

La Calificadora analiza las características particulares de cada activo de respaldo, con la finalidad de determinar, por un lado, las probabilidades de pérdida bajo diferentes escenarios; y, por otro lado, evaluar los factores que revisten de una mayor importancia sobre la calidad de un activo en particular. El objetivo principal es poder determinar si existen activos que sean más propensos a generar pérdidas o caer en morosidad.

b) Calificación del originador

Se debe calificar la política de cartera y cobranzas, así como la metodología de otorgamiento de los créditos, la política de ciclo del negocio, la administración y propiedad del originador. En esta etapa se debe revisar que estas políticas se apliquen efectivamente en la

práctica. En el caso de titularizaciones de flujos futuros, el análisis del originador es de vital importancia, puesto que es de su normal operación de donde depende la generación de los activos que a su vez servirán para la cancelación de las obligaciones. La evaluación y calificación del originador es de amplia importancia, situación que se explica en los siguientes factores: i) En caso de insolvencia de la originadora, el activo titularizado se deteriora por simple reflejo o asociación o “desmotivación” de los deudores para continuar efectuando sus pagos a una entidad con problemas. ii) Si la operación de titularización no quedó estructurada o configurada como tal, los inversionistas podrían pasar a formar parte de los acreedores de la insolventada originadora. iii) Si la entidad originadora retuvo las funciones de entidad administradora o de recaudo, el flujo normal de fondos hacia los inversionistas se podría suspender, y los que se encuentran haciendo tránsito se podrían perder.

La calificación de los valores producto de un proceso de titularización, indicará los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente se referirá a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. No obstante, en ningún caso, la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.^v

c) Calificación de la estructura

En esta parte se analiza la estructura propuesta por el emisor. Se debe determinar que los elementos contractuales entreguen una protección adecuada a los inversionistas y que existan las garantías, propias o de terceros, necesarias para la calificación de riesgo a la que se está optando.

d) Otros elementos a considerar

Para el caso de titularizaciones de cartera, un elemento adicional que se debe considerar es el “spread” o margen promedio de los créditos que conforman el activo de respaldo respecto de las tasas vigentes. Mientras mayor sea este spread, mayor es la probabilidad de prepago y dependerá de la estructura de la emisión el riesgo asociado a este fenómeno.

Además, se estudian los elementos adicionales que ayudan a minimizar los riesgos asumidos por los inversionistas, tales como la existencia de seguros de desgravamen, contra incendios y terremotos; así como la diversificación geográfica de los créditos o cuentas por pagar del originador.

Análisis de factores cuantitativos

El análisis cuantitativo tiene como objetivo determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por los activos de respaldo sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión. En definitiva, se debe establecer una matriz de ingresos y egresos para cada período. Los flujos positivos corresponden a los pagos efectivos esperados; a los ingresos por las liquidaciones de garantías, cuando corresponda; a los flujos generados por la manutención de excedentes temporales en el patrimonio autónomo; y al valor del sobrecolateral, cuando corresponda. Por su parte, los flujos negativos corresponden a los distintos costos que debe incurrir el emisor a cuenta del patrimonio autónomo de propósito exclusivo.

Para que una determinada estructura obtenga la calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión o pesimista, asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

Indicadores de la situación del fideicomiso

- a) Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros,
- b) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado,
 - c) Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.

En el análisis de los valores provenientes de procesos de titularización, cuyo originador sea una empresa en la cual más del 50% de sus ingresos provengan de operaciones de leasing, se dará especial importancia al análisis de factores tales como:

- Diversificación de las inversiones en leasing por activos adquiridos: análisis de la proporción de las inversiones en distintos activos, tales como, maquinarias, vehículos, equipos computacionales, edificios, etc. Para determinar el riesgo del indicador deberá también tenerse en cuenta el riesgo de obsolescencia tecnológica, mercado de reventa de los equipos, etc.
- Diversificación por sector económico: análisis del riesgo incurrido por la empresa producto de una mayor concentración en sectores riesgosos, ya sea por la situación económica de dichos sectores o su vulnerabilidad frente a cambios económicos, políticos, etc.
- Diversificación por número de deudores: análisis de la proporción de deudas que tienen los distintos clientes de la empresa con el objeto de detectar deudores o grupos económicos que, por su importancia relativa, pudieran afectar a la compañía.
- Diversificación por leasing financiero y operacional: análisis de la proporción de las inversiones destinadas a leasing financiero y operacional. Subcontratación de la mantención o mantención directa.
- Porcentaje de contratos de leasing que son producto de operaciones de leaseback.

Lo anterior será complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el originador tales como variaciones en las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, etc. Con todo, para la calificación definitiva de la situación financiera del emisor se determinará la variabilidad de ésta en función del comportamiento histórico de los distintos indicadores.

Probabilidad de no pago

- a) Flujos recaudados / Flujos proyectados conservadores
- b) Flujos transferidos / Provisiones
- c) Flujos recaudados / Próximo dividendo
- d) Mecanismos de garantía / Índice de desviación (cobertura)
Mecanismos de garantía / Índice de siniestralidad
- e) Mecanismos de garantía / Próximo dividendo
- f) Monto máximo de emisión

Otros riesgos

Análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales del originador y de los participantes, en el proceso de emisión y pago de los valores.

Calificación de valores provenientes de procesos de titularización

Además del análisis cuantitativo y cualitativo, para la calificación de los valores provenientes de procesos de titularización, se considera de manera importante la liquidez del título y del activo que lo conforma, la cual resulta importante dentro del análisis debido a que mientras mayor sea ésta, menor será la pérdida que tendrá que soportar un inversionista que requiera liquidar rápidamente su posición en un título en particular. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado refleje el verdadero valor del instrumento.

En titularizaciones de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos en general, para la calificación se evaluará las características de la titularización, el activo que genera los flujos, mecanismos de garantía, el índice de desviación de los flujos, la operatividad del fideicomiso, así como las ventas y recaudaciones proyectadas, el entorno del sector y los principales indicadores financieros históricos del originador y su capacidad para generar flujos futuros dentro del proceso de titularización.

En titularizaciones de cartera, portafolios de inversiones u otros activos que existen, se evaluará las características de la titularización, la cartera o portafolio titularizada, los mecanismos de garantía, su cobertura frente al índice de siniestralidad, el funcionamiento del fideicomiso, el entorno del sector y los principales indicadores financieros históricos del originador, así como la capacidad de la cartera o del portafolio para generar flujos futuros dentro del proceso de titularización.

Impedimentos para emitir una calificación

La metodología empleada por PCR evalúa tanto aspectos cuantitativos como cualitativos. Dentro del aspecto cuantitativo, el análisis del balance general y el estado de ganancias y pérdidas es punto de partida de la calificación de instrumentos financieros. La evaluación busca identificar cuando éstos no reúnen las condiciones mínimas a fin de proceder a emitir una calificación. Esto ocurrirá en las siguientes situaciones:

- a) Cuando los estados financieros anuales del emisor o garante, según corresponda, no sean aceptados como confiables.
- b) Cuando el emisor o el garante, teniéndolos, no proporcione la información requerida para la calificación.
- c) Cuando el emisor o el garante provea información falsa o tendenciosa.
- d) Cuando debiendo presentar estados financieros consolidados no lo hiciese.
- e) Cuando a pesar de existir estados financieros confiables, los patrocinadores no sean aptos por razones de idoneidad.
- f) Cuando otras secciones metodológicas del manual de calificación de PCR así lo requieran, de acuerdo a lo que se estipula en el presente documento.

Entrega de información falsa o tendenciosa

No se podrá emitir una calificación para aquellos instrumentos, cuyo emisor hubiese hecho llegar información que resultase falsa o tendenciosa, en el sentido que ésta indujere a conclusiones erróneas respecto a una opinión de riesgo.

No presentación de estados financieros consolidados

La situación financiera de un grupo económico se mide por medio de la evaluación de las empresas que lo conforman. La consolidación de los estados financieros debe mostrar efectivamente y de manera clara, las condiciones que posee para hacer frente a sus obligaciones. La no presentación de estados financieros consolidados constituye una condición mínima para evaluar el riesgo de un determinado grupo económico.

Idoneidad de los patrocinadores

Cuando a pesar de presentar estados financieros confiables, tengan como patrocinadores a:

- a) Grupos o personas naturales con prohibición expresa para establecer negocios de cualquier índole por encontrarse incursas en procesos judiciales, administrativos, tributarios.
- b) Grupos o personas naturales, que carezcan de experiencia en negocios similares.

Fuentes de Información Utilizadas para la calificación

Las fuentes de información son diversos tipos de documentos que contienen datos útiles para satisfacer la demanda de información o conocimiento de PACIFIC CREDIT RATINGS. S.A.

La información a utilizarse por la calificadora para la calificación de riesgo no deberá ser mayor a dos meses anteriores a la fecha de reunión del comité. De acuerdo al artículo 17, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Fuentes primarias: Las calificaciones de PCR se elaboran mediante la estricta aplicación de sus metodologías y se fundamentan en el análisis detallado de toda la información conocida por sus analistas, y que se considera relevante para determinar una calificación.

Esta información puede provenir de fuentes públicas, de información proporcionada por el propio emisor o bien de terceros. Estos últimos suelen ser otras empresas del mismo giro que han sido calificadas anteriormente y que por ser proveedores, competidores o incluso socios del emisor han proporcionado información del ramo que puede ser útil para una correcta apreciación de la calificación.

Si PCR considera en algún momento del proceso de calificación que no dispone de información suficiente, o bien que ésta no cuenta con la confiabilidad necesaria para llegar a asignar adecuadamente una calificación, PCR se abstendrá de hacerlo, informando al cliente/emisor los motivos de esta decisión.

Para obtener esta información se utiliza documentos primarios: libros, revistas científicas, periódicos, diarios, documentos oficiales de instituciones públicas, informes técnicos y de investigación de instituciones públicas o privadas, patentes, normas técnicas.

La información primaria debe ser de naturaleza cuantitativa o métrica y cualitativa o categórica, con el objetivo de obtener información relevante para la calificación de riesgo.

Para obtener la información cualitativa se debe realizar:

- Acercamiento directo.
- Acercamiento indirecto.

La información cuantitativa se la obtiene de manera estructurada por medio de:

- Investigación descriptiva: consiste en llegar a conocer las situaciones, costumbres y actitudes predominantes a través de la descripción exacta de las actividades, objetos, procesos y personas. Su meta no se limita a la recolección de datos, sino a la predicción e identificación de las relaciones que existen entre dos o más variables.
- Investigación causal: es un tipo de investigación concluyente que tiene como principal objetivo obtener evidencia de la relación causa y efecto de un fenómeno.
- Investigación de predicción: regularmente, la predicción en la investigación es utilizada como un elemento fundamental del método científico, cuando se genera una hipótesis y se predicen lo que sucederá.

Fuentes Secundarias: Aquella que contiene información organizada, elaborada, producto de análisis, extracción o reorganización que refiere a documentos primarios originales tales como:

- Libros de texto
- Artículos de revistas
- Trabajos de investigación
- Internet

Incompatibilidad e impedimentos

PCR cumplirá todas las normas dispuestas por el Consejo Nacional de Valores^{vi} en cuanto a disposiciones relativas a las excusas para la participación de los miembros de comité y las prohibiciones para la realización de calificaciones.

Plan de Trabajo para la Calificación de Riesgo

El proceso de calificación de PCR pretende lograr una verdadera comunicación entre la entidad y el comité de calificación. Se busca que desde el inicio de cualquier calificación, el analista o analistas asignados, según sea el caso, conozcan los planes de la entidad en cuanto al tipo de instrumento, el monto, plazo, destino y demás características. Asimismo, resulta primordial establecer los tiempos en que la entidad habrá de tener disponible la calificación, con el objetivo de que esté acorde con su programa y el análisis no se vuelva una limitación o impedimento de género burocrático.

Las etapas del proceso de calificación son las siguientes:

Asignación de Analistas

El Analista Senior asigna al analista titular y soporte (o los que sean necesarios dependiendo el caso) para la calificación de la entidad. La selección se realiza teniendo en cuenta la orientación de los analistas, hacia actividades económicas, su experiencia y la cartera asignada. Se tratará que por lo menos uno de los analistas cuente

con experiencia en casos similares. Se deberá considerar la necesidad de asignar analistas especialistas por sector, grupo económico, etc.

La presentación de los analistas con la entidad lo realiza el Analista Senior por medio de un correo electrónico. El correo debe estar dirigido a la persona que indica el contrato de servicios que es el contacto directo de la entidad. Es de esperar que dicha persona designe un analista/asistente con quien el analista de PCR coordinará el envío de información. Los correos deben siempre estar copiados al contacto directo de la entidad (Gerente, responsable de la emisión) que deberá estar informado de los avances del proceso y al Gerente General.

A partir de la primera comunicación con la entidad, el analista titular es responsable de llevar el histórico de todas las comunicaciones, para lo cual creará un directorio en la base de datos de su correo. El histórico podrá ser revisado por el Gerente General o el Auditor Interno de PCR.

La información de la entidad se registra en una ficha de la base de datos de clientes (kardex de clientes), donde se ingresan los datos de la empresa, los instrumentos y los contactos. La ficha es creada por el Analista Senior y actualizada mensual o trimestralmente por el analista titular.

1. Elaboración de Requerimiento de Información (RI)

El requerimiento de información (RI) para la entidad se construye sobre la base de los RI definidos para las distintas emisiones. En el RI se solicita información histórica, de ser posible de los últimos 5 años, las proyecciones, planes de inversión y otros informes relevantes para la calificación.

El RI podrá ser personalizado de acuerdo a las características de la entidad, para lo cual deberá seguirse el siguiente procedimiento:

- a. Elaboración del RI tomando como base el RI definido u otros casos similares.
- b. Enviar borrador de RI al Sénior para revisión y corrección.
- c. Aprobación: El Senior aprueba el RI que se enviará a la entidad.

El RI considera un plazo de 20 días hábiles para la recepción de la información, lo cual podrá ser ajustado de acuerdo a las necesidades del emisor u el originador.

2. Envío del RI a la entidad

El RI es enviado por el analista titular, a través de un correo electrónico, al contacto de la entidad, según contrato, y con copia al Analista Senior y al Gerente General.

El envío del RI a la entidad se realiza de acuerdo a lo estipulado en el contrato la primera vez y posteriormente de acuerdo con la planificación de comités del año.

La entidad podrá enviar información adicional que considere importante para el proceso de calificación, para lo cual deberá informar a PCR.

En caso excepcional, por tratarse de información confidencial, el analista titular y soporte podrá visitar la oficina de la entidad para confirmar las fuentes de la información enviada por éste.

3. Almacenar la información enviada por la entidad

La información recibida por parte de la entidad se almacenará de la siguiente forma:

- Información física: en una carpeta debidamente identificada (nombre del cliente y mes que corresponde la información), que se almacenará en el archivo que cada oficina dispone.

- Información virtual: se creará una carpeta debidamente identificada en el directorio del servidor, el cual deberá contar con los sistemas de protección adecuados.

El acceso de la información de la entidad estará restringido a los analistas responsables de la cuenta, el Analista Senior, el Gerente General y el JAID.

Esta información no es pública a todo el personal por lo que se requerirá de la autorización del Gerente General para que pueda ser revisada por otro analista.

4. Recopilación y Procesamiento de información

El analista titular realizará la revisión de la información enviada por la entidad, confirmando que se ha cumplido con el RI, en caso esté pendiente información se volverá a realizar un RI de los datos faltantes a la brevedad indicando que los plazos de entrega de nuestro informe/rating quedan suspendidos hasta que se cumpla con remitir dicha información.

Asimismo, el analista titular podrá recopilar información de los organismos reguladores y/o supervisores para completar los datos necesarios, así como publicaciones de investigación e informes sectoriales. Dentro de la información relevante es importante obtener información del país (PIB, inflación, tipo de cambio, entre otros).

Una parte importante del procesamiento de la información es la elaboración de la plantilla. La plantilla se elabora en formato Excel, con la información histórica que proporcionó el emisor u originador, corroborada con la información que se encuentra en las fuentes públicas.

Toda la información del cliente que se encuentra en el archivo físico y directorios del servidor están disponible para la Presidencia de PCR, el JAIDy el Gerente General y los analistas tendrán acceso solamente a sus clientes. El personal de otras áreas de PCR, como sistemas y asistentes, tendrá acceso limitado.

5. Elaboración del Informe preliminar

El informe preliminar está compuesto por las siguientes partes:

- a. Cuadro de Calificación: En este cuadro se coloca la información del instrumento o fortaleza a calificar de la entidad, calificación y perspectiva.
- b. Significado de la Calificación: Hace referencia a la definición(es) de la(s) categoría(s) asignada(s) tal como se encuentra en la metodología de calificación de riesgo utilizada.
- c. Acción Realizada: Se indicará la decisión del comité de asignar una calificación (emisor o emisiones nuevas) y bajar, subir o mantener la(s) calificación(es) previa(s) (en caso de actualización).
- d. Racionalidad: Se señalarán los principales puntos que sustentan la calificación asignada, los cuales se basan en los criterios establecidos en la metodología de calificación de riesgos utilizada.
- e. Argumento de la Perspectiva: En caso que la legislación lo requiera, se argumentará la previsión al alza, a la baja o a mantener estable la última calificación asignada de acuerdo a los criterios señalados en la metodología.
- f. Análisis del Sector: Se indicarán las principales características de la industria, así como el marco regulatorio. Las estadísticas de producción, demanda, precios de insumos, de bienes intermedios y de bienes finales, entre otras variables correspondientes a los últimos cinco años. La intensidad de la competencia y la participación de las empresas. La existencia de mercados de destino y potenciales.
- g. Reseña: En este punto se encuentran los datos relevantes de la empresa tales como constitución y objeto de la empresa. Así también las

adquisiciones, fusiones entre otros procesos corporativos que ha experimentado durante sus años de existencia.

Asimismo, el grupo económico al que pertenece a fin de determinar el respaldo financiero y know how que tiene la empresa; y las principales subsidiarias que la constituyen.

- h. Accionistas, Directorio y Plana Gerencial: Se indicarán los nombres de los principales accionistas y sus respectivas participaciones en el capital social de la empresa. Asimismo los nombres y cargos de los miembros tanto del directorio como de la plana gerencial y el organigrama.
- i. Gobierno corporativo: Se analizarán las prácticas seguidas por la empresa según el Código de Principios de Buen Gobierno Corporativo. Para lo cual se revisa los documentos brindados por la empresa, donde se identifique las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y describa el cumplimiento de éstas. Los principales documentos a revisar son el Estatuto Social, Reglamentos Internos, Manuales, Códigos y Normas de la sociedad.
- j. Hechos de Importancia: En este punto se indicarán los hechos de importancia correspondientes a un periodo trimestral o anual relacionados a hechos corporativos tales como aumentos o reducciones de capital, cambios y nombramientos de directores y gerentes, acuerdos tomados en Junta de Accionistas, distribución de utilidades, fusiones, escisiones u otras formas de reorganización empresarial
- k. Estrategia y Operaciones: En este punto se presentará los productos y/o las líneas de productos que ofrece la empresa, y se identificarán sus principales características (servicios, bienes de capital, bienes intermedios o bienes de consumo), los mercados de destino y potencial de las ventas, a fin de determinar la estabilidad de los ingresos de la empresa. Asimismo se describirá el proceso productivo.
- l. Balance General: Se presentará un análisis horizontal y vertical de manera complementaria. En el análisis horizontal se determinará la variación de los principales rubros entre dos períodos y se determinará las causas de estas variaciones. Mientras que en el análisis vertical se indicará la participación de los rubros correspondientes al activo, pasivo y patrimonio. Asimismo, se analizan los indicadores de la situación financiera de la empresa, tales como indicadores de liquidez y endeudamiento.
- m. Resultados Financieros: El análisis se enfoca en determinar las principales variaciones en los ingresos, costos y utilidades de la empresa, así como las razones de dichos cambios. Asimismo, se analiza el comportamiento de los principales indicadores financieros de la empresa: indicadores de rentabilidad, cobertura y solvencia.
Cabe mencionar que tanto para resultados como para indicadores se deberá presentar su evolución trimestral a fin de observar tendencias a la baja, al alza o estables, para ello se considera un período de 3 a 5 años.
- n. Administración de Riesgos: Se identificarán los principales riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa tales como riesgos de mercado, de liquidez, riesgo operativo, riesgo de solvencia, sensibilidad de la industria ante variaciones de precios. Asimismo se evaluará la posición que adopta la empresa para mitigar dichos riesgos.
- o. Resumen de estados financieros: La presentación del resumen de estados financieros es un cuadro de doble entrada, donde las columnas corresponden a las fechas ordenadas de manera cronológica y las filas a los principales rubros ordenados por las cuentas del balance general, el estados de resultados y los principales indicadores financieros.

- p. Características del Instrumento: Se considerarán las características del instrumento (programa o emisión) de acuerdo a lo establecido en el prospecto respectivo. Se presentarán los resguardos y garantías del instrumento.
- q. Cuadro histórico de calificaciones y perspectivas de la entidad.

6. Visita a la entidad

Para complementar la información del proceso de calificación o monitoreo, el analista titular solicitará una reunión con el emisor u originador. La reunión se realizará con funcionarios, que ocupen posiciones claves en las diferentes áreas de operación, administración y de las que se considere relevante recabar algún tipo de información. Esta visita es obligatoria y se realiza al menos una vez al año.

El analista titular coordinará con el Gerente General la solicitud de reunión. Una vez coordinado, se enviará la agenda con los temas a tratar. Previamente se habrá recibido la información solicitada en el RI, se habrá analizado y en función de ello definido los temas a tratar.

Luego de la visita a la entidad, el analista titular deberá preparar un informe, donde se incluirán las fotos, manuales, códigos y otros documentos entregados por la entidad durante la visita. Este informe se archivará con la información de la entidad. Asimismo, se podrán realizar reuniones a pedido de la entidad, para exposición de información complementaria que sea útil en el proceso de calificación o monitoreo.

7. Análisis y Propuesta

Los procesos de informe preliminar, visita a la entidad y análisis se pueden realizar en paralelo y se define como un proceso macro de análisis. Para dar inicio a este proceso macro, el analista titular informará al Senior sobre la, la emisión o instrumento de deuda a calificar y la metodología a seguir.

Una vez elaborado el informe preliminar, el analista titular procederá a analizar el total de la información y utilizar la metodología correspondiente para proponer la calificación de la entidad. En el proceso de análisis, el analista podrá discutir la información con el analista soporte, Analista Senior..

De este proceso de análisis se podrá realizar consultas adicionales al emisor, originador o estructurador para complementar la información, realizar visitas y consultar a los organismos reguladores y/o supervisores u otros entes que resulten relevantes.

Todas las consultas externas que realice el analista titular deberán estar coordinadas previamente con el Analista Senior y el Gerente General y podrán requerir aprobación previa y colaboración del cliente.

El informe y la propuesta de calificación deberán ser revisados y aprobados por el Analista Senior al final del proceso.

8. Revisión por el Senior

Se envía al Senior el informe preliminar y la propuesta de calificación para su revisión.

El Senior podrá observar el informe y/o la propuesta, enviando sus comentarios al analista titular con copia al analista senior y Gerente General. El analista titular deberá realizar los ajustes al informe y a la propuesta para la aprobación. De conformidad con la normativa vigente, las decisiones sobre la calificación de riesgo se realizarán con la aprobación de por lo menos el ochenta por ciento de los integrantes del comité.

9. Envío del informe preliminar a la entidad

Se envía el informe preliminar a la entidad, para su revisión y comentarios correspondientes, en un tiempo máximo de 72 horas, aunque este plazo puede variar de acuerdo a lo estipulado en el contrato y a la normativa vigente.

El informe que se envía a la entidad no incluye la información de la propuesta de calificación en ningún caso.

El informe se envía a los contactos del emisor, originador, estructurador con copia al Gerente General de la compañía emisora y al Gerente General de PCR, indicando el tiempo disponible para su revisión. En caso que el informe supere el plazo de revisión y sin recibir ninguna comunicación por parte de la entidad, el analista titular se comunicará con la entidad para informarle que el comité de calificación se llevará a cabo con el informe preliminar en el plazo establecido en el contrato o de acuerdo a la regulación.

10. Elaboración de Presentación para Comité

En la presentación para el comité se debe considerar: la calificación propuesta, el historial de calificaciones anteriores, cinco puntos importantes que respalden la opinión del analista, y gráficos. En el caso de entidades nuevas, adicional a los gráficos se debe incluir la reseña de la entidad.

11. Presentación en comité

El analista titular expone el caso ante el comité, en el cual se establecerá la calificación por decisión de los participantes.

En el caso que existan diferencias por la calificación en el comité, se resolverá por mayoría simple y en caso de empate, el voto del presidente del comité es dirimente.

12. Elaboración del Acta

Luego de realizado el comité de calificación, el secretario del comité deberá elaborar el acta del comité. Es responsabilidad del analista titular que el acta sea firmada, por quien corresponda en el siguiente día hábil, archivada; y enviadas a las autoridades de ser el caso.

13. Elaboración del informe final

Al informe preliminar se le agregan los comentarios pertinentes de la entidad que sean aceptables y la calificación definida en el comité. Asimismo se completan las partes 5.a, 5.b, 5.c y 5.e del informe. Este informe final se almacena en formato PDF en el directorio del cliente creado en el servidor de PCR y está disponible para el personal autorizado.

14. Envío físico y digital a la entidad

El analista titular realiza el envío digital en formato PDF al emisor, originador y o estructurador con copia al Gerente General de PCR y al analista soporte. Asimismo, es su responsabilidad enviar el documento a los organismos supervisores o reguladores de acuerdo a la normativa del país.

El analista titular se asegurará que se realice las impresiones del informe, 2 ó 3 copias dependiendo el caso, y se envíe al cliente. Es responsabilidad del asistente de gerencia archivar los cargos de recepción.

15. Publicación del informe

Pacific Credit Rating S.A., hace públicas sus calificaciones en la forma y periodicidad determinadas por el Consejo Nacional de Valores.

La publicación de la calificación de riesgo contiene al menos lo siguiente:

1. Nombre de la compañía calificadora de riesgo.
2. Lugar y fecha de otorgamiento de la calificación de riesgo.
3. Categoría de calificación y su respectiva definición.
4. Extracto de las conclusiones del estudio que sustenta las razones de la calificación otorgada.
5. Advertencia, de manera destacada, que la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Las actas del comité de calificación son remitidas a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, debidamente suscritas por los Miembros del Comité que hayan intervenido en la sesión correspondiente, dentro del término de 7 días posteriores de celebrado dicho comité.

Además, PCR publica en su página web, la siguiente información actualizada:

1. Manual de Metodología de Calificación, aprobado por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros e inscrito en el Catastro Público de Mercado de Valores.
2. De cada calificación otorgada, el correspondiente estudio técnico.

16. Revisiones

La calificación de la entidad se revisa formalmente cada semestre, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados.

La Calificadora, ante eventos que puedan influenciar el cambio de la categoría de calificación de riesgo de un valor determinado, puede ubicar la calificación de riesgo como “calificación de riesgo en observación” (*credit watch*). Esta situación se comunica, inmediatamente, a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros y a las bolsas de valores.

Determinación de la calificación

Ponderación de puntajes para valores representativos de deuda

Rango de Calificaciones	
Calificación	Rango
AAA	mayor a 98
AAA-	95 a 97
AA+	92 a 94
AA	88 a 91
AA-	85 a 87
A+	79 a 84
A	72 a 78
A-	65 a 71
B+	58 a 64
B	51 a 57
B-	44 a 45
C+	37 a 43
C	30 a 36
C-	23 a 29
D	16 a 22
E	inferior a 16

Resumen	
Concepto	Calificación Ponderada
Característica de la Industria	12,50%
Posición de la Empresa en la Industria	12,50%
Situación financiera	30,00%
Gobierno Corporativo	10,00%
Responsabilidad Social	5,00%
Racionalidad del Producto o Servicio	5,00%
Probabilidad de no pago	15,00%
Resguardos y garantías	10,00%
Total	100,00%

Ponderación por tipo de criterio	
Características de la industria	
Concepto	Calificación Máxima
Fase en que se encuentra la industria(industria en crecimiento, estable o decreciente).	15,00
Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Interno Bruto, regimenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.	20,00
Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.	10,00
Existencia de mercados potenciales.	15,00
Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).	10,00
Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.	10,00
Proveedores de la industria: 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.	10,00
Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales; 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; etc.	10,00

Posición de la empresa en su industria	
Concepto	Calificación Máxima
Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.	25,00
Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.	15,00
Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.	15,00
Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.	15,00
Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.	15,00

Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo; etc.	15,00
--	--------------

Indicadores de la situación financiera del emisor	
Concepto	Calificación Máxima
Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.	8,00
Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.	8,00
Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes con relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc.	8,00
Flujos de caja: proyección de los flujos de caja	8,00
Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.	8,00
Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los de pasivo circulante.	8,00
Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.	8,00
Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.	6,00
Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.	6,00
Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.	8,00
Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por valores de deuda propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la empresa.	8,00
Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.	8,00
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.	8,00

Gobierno Corporativo	
Concepto	Calificación Máxima
Estatuto Social	11,00
Composición del Accionariado	12,00

Miembros de la Junta Directiva	11,00
Definición y listado de directores independientes	11,00
Miembros de la Plana Gerencial	11,00
Conformación de Comités de Apoyo al Directorio	11,00
Reglamento de cada Comité especial y sus miembros	11,00
Política de Información y Calidad de la Información	11,00
Política de remuneración de la Gerencia	11,00

Responsabilidad Social	
Concepto	Calificación Máxima
Misión, Visión y Valores de la empresa	14,00
Código de ética	14,00
Política de Recursos Humanos (MOF)	14,00
Política de Prevención del Medio Ambiente	15,00
Política de Proyectos Sociales	15,00
Política de Marketing Responsable	14,00
Plan Estratégico de la empresa (metas y resultados)	14,00

Racionalidad del producto o servicio	
Concepto	Calificación Máxima
Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado; y si existe un producto y mercado ya desarrollados, la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.	15,00
Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus valores de deuda crediticias.	15,00
Las condiciones de abastecimiento de materias primas y, en particular, la localización respecto a centros de oferta; la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico; y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.	15,00
Las características de la tecnología y, en particular, el grado de conocimientos, así como la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.	15,00
La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.	15,00
La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.	13,00
Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.	12,00

Probabilidad de No Pago	
Concepto	Calificación Máxima
Utilidad/ K+i emisión	25,00
Flujo de caja/ K+i emisión	25,00
EBITDA/ K+iemisión	25,00
EBITDA/ Deuda Corto Plazo + Gasto Financiero	25,00

Resguardos	
Concepto	Calificación Máxima
Garantía General	35,00
Cobertura de Activos Libres de Gravamen	45,00
Covenants o resguardos adicionales	20,00

Ponderación de puntajes para acciones

Rango de Calificaciones	
Calificación	Rango
AAA	mayor a 98
AAA-	95 a 97
AA+	92 a 94
AA	88 a 91
AA-	85 a 87
A+	79 a 84
A	72 a 78
A-	65 a 71
B+	58 a 64
B	51 a 57
B-	44 a 45
C+	37 a 43
C	30 a 36
C-	23 a 29
D	16 a 22
E	inferior a 16

Resumen	
Concepto	Calificación Ponderada
Tamaño de la empresa	5,00%
Historia de la empresa	5,00%
Variabilidad de los precios	10,00%
Predictibilidad de los resultados	10,00%
Situación financiera de la empresa	15,00%
Indicadores de mercado	10,00%

Riesgo del negocio	5,00%
Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo	10,00%
Liquidez de los títulos en el mercado	10,00%
Propiedad accionaria	10,00%
Presencia bursátil	5,00%
Otros riesgos	5,00%
Total	100,00%

Ponderación por tipo de criterio	
Tamaño de la empresa	
La experiencia internacional muestra que los precios de empresas pequeñas tienden a ser más fluctuantes que los precios de empresas grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este tipo de empresas, y por otro, la mayor vulnerabilidad de las empresas pequeñas ante eventos o situaciones adversas.	100,00
Historia de empresa	
Siguiendo una línea de argumentación similar a la anterior, es sabido que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de empresas que no les son familiares, o de las cuales disponen de menos información. De esta manera, las empresas recientemente constituidas y aquellas que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus títulos accionarios, en comparación con aquellas empresas que cuentan con más años de historia.	100,00
Variabilidad de los precios	
En el entendido de que la historia es un buen predictor del futuro, la metodología de calificación contempla el estudio de la variabilidad de las series históricas de precios de los títulos accionarios.	100,00
Predictibilidad de los resultados	
Aquellas empresas cuyos resultados son más predecibles, ya sea porque su línea de negocios es simple o porque se encuentran en una industria muy estable, o por cualquier otra razón, tendrán probablemente también precios más estables para sus acciones. En efecto, será más sencillo para los analistas y para el mercado en general interpretar los efectos de los nuevos acontecimientos sobre el valor de la empresa, de manera que estos serán incorporados a los precios paulatinamente y en su correcta dimensión, otorgando de esta manera un mayor grado de estabilidad a las cotizaciones.	100,00
Situación financiera de la empresa	
Concepto	Calificación Máxima
Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.	8,00

Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.	8,00
Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes con relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc. Análisis de márgenes de rentabilidad.	8,00
Flujos de caja: proyección de los flujos de caja	8,00
Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.	8,00
Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los de pasivo circulante.	8,00
Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.	8,00
Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.	6,00
Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.	6,00
Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.	8,00
Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por valores de deuda propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la empresa.	8,00
Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.	8,00
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.	8,00
Indicadores de mercado	
Existen ciertos indicadores comúnmente utilizados por los inversionistas para valorar las empresas, tales como la relación precio/utilidad, el rendimiento de los dividendos y la relación del valor libro al valor de mercado de la empresa, que pueden también ser utilizados como medidas indirectas del riesgo de invertir en una empresa determinada.	100,00

Riesgo del negocio	
Concepto	Calificación Máxima
Fase en que se encuentra la industria(industria en crecimiento, estable o decreciente).	10,00
Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Interno Bruto, regímenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.	5,00
Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.	5,00
Existencia de mercados potenciales.	5,00
Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).	5,00
Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.	5,00
Proveedores de la industria: 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.	5,00
Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales; 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; etc.	5,00
Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.	15,00
Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.	10,00
Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.	10,00
Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.	5,00
Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.	5,00

Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo; etc.	5,00
Racionalidad del producto o servicio: mercado objetivo, ventajas y desventajas de costos, condiciones de materias primas, disponibilidad de infraestructura básica, disponibilidad de mano de obra, red de distribución	5,00

Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo	
Concepto	Calificación Máxima
Estatuto Social	5,00
Miembros de la Junta Directiva	5,00
Definición y listado de directores independientes	5,00
Miembros de la Plana Gerencial	5,00
Conformación de Comités de Apoyo al Directorio	5,00
Reglamento de cada Comité especial y sus miembros	5,00
Política de Información y Calidad de la Información	6,00
Política de remuneración de la Gerencia	6,00
Misión, Visión y Valores de la empresa	8,00
Código de ética	8,00
Política de Recursos Humanos	8,00
Política de Prevención del Medio Ambiente	8,00
Política de Proyectos Sociales	8,00
Política de Marketing Responsable	8,00
Plan Estratégico de la empresa (metas y resultados)	10,00

Liquidez de los títulos en el mercado	
La liquidez es importante en el análisis debido a que mientras mayor sea ésta, menor será la pérdida que tendrá que soportar un inversionista que requiera liquidar rápidamente una posición accionaria en una empresa en particular. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado de una acción refleje el verdadero valor económico de la empresa.	100,00

Propiedad accionaria	
Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad accionaria de una empresa que pueden influir en la estabilidad de cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad de la empresa, la transacción de los títulos accionarios en bolsas internacionales (ADR) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria de la empresa, son todos factores que, a nuestro juicio, contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicha empresa en el mercado.	100,00

Presencia bursátil	
Para esto se deberá considerar la información disponible sobre la evolución de las acciones en el mercado bursátil	100,00

Otros riesgos	
Análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales del emisor y de los participantes, en el proceso de emisión y pago de los valores.	100,00

Ponderación de puntajes para cuotas de fondos colectivos de inversión

Rango de Calificaciones	
Calificación	Rango
AAA	mayor a 98
AAA-	95 a 97
AA+	92 a 94
AA	88 a 91
AA-	85 a 87
A+	79 a 84
A	72 a 78
A-	65 a 71
B+	58 a 64
B	51 a 57
B-	44 a 45
C+	37 a 43
C	30 a 36
C-	23 a 29
D	16 a 22
E	inferior a 16

Resumen	
Concepto	Calificación Ponderada
Solvencia técnica de la sociedad administradora	12,50%
Estructura organizacional de la administradora	12,50%
Política de Inversión del fondo y del administrador	30,00%
Rentabilidad y seguridad del Proyecto a desarrollarse	10,00%
Calificación de riesgo de las inversiones	5,00%
Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo	5,00%
Otros factores	15,00%
Otros riesgos	10,00%
Total	100,00%

Ponderación por tipo de criterio	
Solvencia técnica de la sociedad administradora	
Concepto	Calificación Máxima
Plan estratégico	15,00
Trayectoria en el mercado	10,00
Modelos y sistemas de valoración de inversiones y portafolios	15,00
Gestión de portafolio	15,00
Consistencia del portafolio con las políticas de inversión	15,00
Comité técnico (riesgos, inversiones)	15,00
Proceso de aprobación de inversiones	15,00

Estructura organizacional de la administradora	
Concepto	Calificación Máxima
Estatuto Social	11,00
Composición del Accionariado	12,00
Miembros de la Junta Directiva	11,00
Definición y listado de directores independientes	11,00
Miembros de la Plana Gerencial	11,00
Conformación de Comités de Apoyo al Directorio	11,00
Reglamento de cada Comité especial y sus miembros	11,00
Política de Información y Calidad de la Información	11,00
Política de remuneración de la Gerencia	11,00

Política de Inversión del fondo y del administrador	
Concepto	Calificación Máxima
Definición de las políticas de inversión del fondo	15,00
Estructura del fondo de inversión	10,00
Características de los instrumentos en los cuales invierte	10,00
Porcentajes máximos y mínimos por sector	10,00
Calificación de los instrumentos en los cuales se invierte	15,00
Definición de políticas de exposición, mínimos y máximos	10,00
Plan de negocio del proyecto productivo específico	10,00
Perspectiva de rentabilidad del proyecto productivo	10,00
Perspectiva de seguridad del proyecto productivo	10,00

Rentabilidad y seguridad del Proyecto a desarrollarse	
Concepto	Calificación Máxima
Consistencia de las proyecciones del estudio de factibilidad	25,00
Indicadores de rentabilidad del proyecto	25,00
Riesgos de cada etapa del proyecto	25,00
Mecanismos de resguardo del proyecto	25,00

Calificación de riesgo de las inversiones	
Concepto	Calificación Máxima
Diversificación del portafolio de inversión	20,00
Riesgo del portafolio	20,00
Riesgo sistémico de las inversiones	20,00
Tamaño de los proyectos	20,00
Variabilidad del precio de la cuota de participación	20,00

Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo	
Concepto	Calificación Máxima
Capacidad de pago del fondo	12,50
Calidad de las inversiones	12,50
Posición del fondo en el mercado	12,50
Indicadores de la situación financiera del fondo	12,50
Destino de los recursos	12,50
Racionalidad del proyecto	12,50
Seguro y garantía de inversión	12,50
Experiencia y motivación de los patrocinadores del proyecto	12,50

Otros factores	
Concepto	Calificación Máxima
Composición del portafolio por tipo de renta	25,00
Indicadores de mercado	25,00
Liquidez de mercado	25,00
Dispersión de la propiedad	25,00

Otros riesgos	
Concepto	Calificación Máxima
Riesgos operacionales	33,33
Riesgos tecnológicos	33,33
Riesgos legales	33,33

Ponderación de puntajes para fondos colectivos cuya oferta pública sea dirigida

Rango de Calificaciones	
Calificación	Rango
Nivel 1	mayor a 97
Nivel 1 -	88 a 93
Nivel 2 +	82 a 87
Nivel 2	76 a 81
Nivel 2 -	70 a 75
Nivel 3 +	63 a 69

Nivel 3	56 a 62
Nivel 3 -	49 a 55
Nivel 4 +	39 a 48
Nivel 4	29 a 38
Nivel 4 -	18 a 28
Nivel 5	inferior a 18

Resumen	
Concepto	Calificación Ponderada
Solvencia técnica de la sociedad administradora	12,50%
Estructura organizacional de la administradora	12,50%
Política de Inversión del fondo y del administrador	30,00%
Rentabilidad y seguridad del Proyecto a desarrollarse	10,00%
Calificación de riesgo de las inversiones	5,00%
Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo	5,00%
Otros factores	15,00%
Otros riesgos	10,00%
Total	100,00%

Ponderación por tipo de criterio	
Solvencia técnica de la sociedad administradora	
Concepto	Calificación Máxima
Plan estratégico	15,00
Trayectoria en el mercado	10,00
Modelos y sistemas de valoración de inversiones y portafolios	15,00
Gestión de portafolio	15,00
Consistencia del portafolio con las políticas de inversión	15,00
Comité técnico (riesgos, inversiones)	15,00
Proceso de aprobación de inversiones	15,00

Estructura organizacional de la administradora	
Concepto	Calificación Máxima
Estatuto Social	11,00
Composición del Accionariado	12,00
Miembros de la Junta Directiva	11,00
Definición y listado de directores independientes	11,00
Miembros de la Plana Gerencial	11,00
Conformación de Comités de Apoyo al Directorio	11,00
Reglamento de cada Comité especial y sus miembros	11,00
Política de Información y Calidad de la Información	11,00
Política de remuneración de la Gerencia	11,00

Política de Inversión del fondo y del administrador	
Concepto	Calificación Máxima
Definición de las políticas de inversión del fondo	15,00
Estructura del fondo de inversión	10,00
Características de los instrumentos en los cuales invierte	10,00
Porcentajes máximos y mínimos por sector	10,00
Calificación de los instrumentos en los cuales se invierte	15,00
Definición de políticas de exposición, mínimos y máximos	10,00
Plan de negocio del proyecto productivo específico	10,00
Perspectiva de rentabilidad del proyecto productivo	10,00
Perspectiva de seguridad del proyecto productivo	10,00

Rentabilidad y seguridad del Proyecto a desarrollarse	
Concepto	Calificación Máxima
Consistencia de las proyecciones del estudio de factibilidad	25,00
Indicadores de rentabilidad del proyecto	25,00
Riesgos de cada etapa del proyecto	25,00
Mecanismos de resguardo del proyecto	25,00

Calificación de riesgo de las inversiones	
Concepto	Calificación Máxima
Diversificación del portafolio de inversión	20,00
Riesgo del portafolio	20,00
Riesgo sistémico de las inversiones	20,00
Tamaño de los proyectos	20,00
Variabilidad del precio de la cuota de participación	20,00

Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo	
Concepto	Calificación Máxima
Capacidad de pago del fondo	12,50
Calidad de las inversiones	12,50
Posición del fondo en el mercado	12,50
Indicadores de la situación financiera del fondo	12,50
Destino de los recursos	12,50
Racionalidad del proyecto	12,50
Seguro y garantía de inversión	12,50
Experiencia y motivación de los patrocinadores del proyecto	12,50

Otros factores	
Concepto	Calificación Máxima
Composición del portafolio por tipo de renta	25,00
Indicadores de mercado	25,00

Liquidez de mercado	25,00
Dispersión de la propiedad	25,00

Otros riesgos	
Concepto	Calificación Máxima
Riesgos operacionales	33,33
Riesgos tecnológicos	33,33
Riesgos legales	33,33

Ponderación de puntajes para valores provenientes de procesos de titularización

Rango de Calificaciones	
Calificación	Rango
AAA	mayor a 98
AAA-	95 a 97
AA+	92 a 94
AA	88 a 91
AA-	85 a 87
A+	79 a 84
A	72 a 78
A-	65 a 71
B+	58 a 64
B	51 a 57
B-	44 a 45
C+	37 a 43
C	30 a 36
C-	23 a 29
D	16 a 22
E	inferior a 16

Resumen	
Concepto	Calificación Ponderada
Característica de la Industria	5%
Posición de la Empresa en la Industria	5%
Situación financiera del originador	25%
Gobierno Corporativo	5%
Responsabilidad Social	5%
Racionalidad del Producto o Servicio	5%
Probabilidad de no pago	25%
Fideicomiso	25%
Total	100%

Características de la industria	
Concepto	Calificación Máxima
Fase en que se encuentra la industria(industria en crecimiento, estable o decreciente.	15,00
Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Interno Bruto, regímenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.	20,00
Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.	10,00
Existencia de mercados potenciales.	15,00
Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).	10,00
Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.	10,00
Proveedores de la industria: 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.	10,00
Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales; 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; etc.	10,00

Posición de la empresa en su industria	
Concepto	Calificación Máxima
Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.	25,00
Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.	15,00

Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.	15,00
Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.	15,00
Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.	15,00
Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo; etc.	15,00

Indicadores de la situación financiera del originador	
Concepto	Calificación Máxima
Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.	8,00
Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.	8,00
Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes con relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc.	8,00
Flujos de caja: proyección de los flujos de caja	8,00
Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.	8,00
Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los de pasivo circulante.	8,00
Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.	8,00
Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.	6,00
Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.	6,00
Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.	8,00

Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por valores de deuda propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la empresa.	8,00
Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.	8,00
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.	8,00

Gobierno Corporativo	
Concepto	Calificación Máxima
Estatuto Social	11,00
Composición del Accionariado	12,00
Miembros de la Junta Directiva	11,00
Definición y listado de directores independientes	11,00
Miembros de la Plana Gerencial	11,00
Conformación de Comités de Apoyo al Directorio	11,00
Reglamento de cada Comité especial y sus miembros	11,00
Política de Información y Calidad de la Información	11,00
Política de remuneración de la Gerencia	11,00

Responsabilidad Social	
Concepto	Calificación Máxima
Misión, Visión y Valores de la empresa	14,00
Código de ética	14,00
Política de Recursos Humanos (MOF)	14,00
Política de Prevención del Medio Ambiente	15,00
Política de Proyectos Sociales	15,00
Política de Marketing Responsable	14,00
Plan Estratégico de la empresa (metas y resultados)	14,00

Racionalidad del producto o servicio	
Concepto	Calificación Máxima
Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado; y si existe un producto y mercado ya desarrollados, la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.	15,00

Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus valores de deuda crediticias.	15,00
Las condiciones de abastecimiento de materias primas y, en particular, la localización respecto a centros de oferta; la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico; y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.	15,00
Las características de la tecnología y, en particular, el grado de conocimientos, así como la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.	15,00
La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.	15,00
La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.	13,00
Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.	12,00

Probabilidad de no pago	
Concepto	Calificación Máxima
Flujos recaudados/ Flujos proyectados conservadores	16,00
Flujos transferidos/ Provisiones	20,00
Flujos recaudados/ Próximo dividendo	16,00
Mecanismos Garantía/ índice de desviación (cobertura) o Mecanismos Garantía/índice de siniestralidad	16,00
Mecanismos Garantía/ Próximo dividendo	16,00
Monto máximo de emisión	16,00

Fideicomiso	
Concepto	Calificación
Racionalidad de los flujos proyectados	40,00
Consistencia de la estructura financiera con la legal	15,00
Legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo	15,00
Cobertura y mecanismos de garantía	15,00
Provisiones	15,00

Ponderación de puntajes para valores provenientes de procesos de titularización de inmuebles y de proyectos inmobiliarios

Para los casos de titularización de inmuebles y de Proyectos inmobiliarios se deberá considerar todas las ponderaciones del acápite anterior, excepto las de racionalidad del producto o servicio que son específicas para estos casos y que se detallan a continuación:

Titularización de inmuebles

Racionalidad del producto o servicio	
Concepto	Calificación Máxima
a) Características del inmueble	33,33
PCR evalúa las características del inmueble, como factores determinantes para que el inmueble se mantenga en condiciones óptimas. Se considera condiciones de ingeniería y diseño, materiales de construcción; para lo cual se puede recurrir al criterio de un experto. Se valora: diseño, luminosidad, distribución del espacio, plan de administración y mantenimiento del inmueble. Dentro de las condiciones y normas de seguridad se evalúa: sistemas de evacuación, alarmas de incendios, sistema de aclimatación, diseño y dinámica del sistema hídrico.	6,67
La ubicación permite evaluar el perfil de los arrendatarios o inquilinos, el impacto social en la localidad, lo cual podría representar un incremento en los gastos o futuros inconvenientes como pagos de indemnizaciones o recompensas económicas a los residentes. Se evalúa las condiciones socioeconómicas que ofrece la ubicación del inmueble, esto permite identificar el perfil de los arrendatarios, inquilinos o futuros compradores. El estructurador debería haber considerado todos estos factores para definir: mercado objetivo, cánones de arrendamiento, proyección de ingresos.	6,67
PCR evalúa la trayectoria de la inmobiliaria o empresa constructora. Se revisa su legalidad ante los entes de control competentes, su trayectoria en el mercado, en este punto se valora reconocimiento y posicionamiento en el mercado, años de experiencia, certificaciones de calidad, prácticas de responsabilidad social, cuidado al medio ambiente, impactos en la localidad.	6,67
PCR valora positivamente la existencia de pólizas de seguro que garanticen el inmueble. Se observa las condiciones de las pólizas, la entidad aseguradora que emite dicha póliza y la instrumentalización legal para hacer efectiva la póliza en caso de siniestros. Es importante mencionar que cada uno de estos factores depende del tipo de inmueble que se trate: oficinas, bodegas, locales comerciales.	6,67
PCR podrá considerar, de creer pertinente otros factores, para estimar la posibilidad de que el inmueble se mantenga en óptimas condiciones y se cumplan con las medidas necesarias para controlar cualquier evento que pudiera poner en riesgo el inmueble como tal. Se evalúa el deterioro normal que sufren los inmuebles a lo largo del tiempo y las acciones que se prevean realizar para evitar siniestros de cualquier tipo.	6,67
b) Ocupación y desocupación del inmueble	33,33

Para PCR, el nivel de desocupación es determinante para evaluar la estabilidad de los ingresos que se generen, es muy importante que se logre mantener los niveles de ocupación de acuerdo con las características del inmueble. Por ello es importante conocer el comportamiento histórico y determinar tasas de ocupación o desocupación y conocer el plazo de los contratos de arrendamiento, de ser el caso.	11,11
PCR evalúa, mitigantes como la constitución de reservas o provisiones para poder cubrir posibles caídas en el flujo de ingresos. Para poder constituir reservas de manera óptima, sin afectar los resultados, es importante conocer el comportamiento histórico para poder prever el monto de las provisiones y el tiempo que se requiere para su reposición.	11,11
PCR evalúa la calidad de los contratos, mientras mayor es el plazo del contrato de arrendamiento la posibilidad de desocupación disminuye. Se requiere de contratos que se constituyan en instrumentos que faciliten acciones en el caso, por ejemplo, de terminación unilateral del contrato por parte del inquilino. Si los contratos incluyen cláusulas con penalidades por incumplimiento del contrato se considerar como un mitigante.	11,11
c) Concentración	33,33
PCR considera que niveles altos de concentración pueden debilitar la estabilidad generadora de flujos del fondo, por lo que ante concentraciones altas la calificación tenderá a ser menor, frente a portafolios que presente una amplia diversificación por inmuebles y por inquilinos. La diversificación por inquilinos o propietarios podría ser un mitigante ante eventos o circunstancias desfavorables, esto reduciría un impacto negativo en los ingresos.	16,67
Para medir la concentración PCR considera, además del número de inquilinos o propietarios, la ubicación geográfica, el sector económico de los inquilinos o propietarios y el tipo de inmueble. Se evalúa el aporte al flujo del fondo de cada uno de los inquilinos o propietarios.	16,67

Titularización de proyectos inmobiliarios

Racionalidad del producto o servicio	
Concepto	Calificación
a) Experiencia y motivación de los patrocinadores.	12,50
Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se considerará que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquellos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto. En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador. En el evento que se produzcan cambios en la administración o en la propiedad del emisor, deberán evaluarse los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.	6,25

PCR evalúa la trayectoria de la inmobiliaria o empresa constructora. Se revisa su legalidad ante los entes de control competentes, su trayectoria en el mercado, en este punto se valora reconocimiento y posicionamiento en el mercado, años de experiencia, certificaciones de calidad, prácticas de responsabilidad social, cuidado al medio ambiente, impactos en la localidad.	6,25
b) Experiencia y capacidad financiera de los contratistas.	12,50
Se analizará la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo con el presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y que tengan experiencia en obras similares. Este aspecto está asociado a posibles problemas para obtener los recursos necesarios para atender la demanda de liquidez que requiere el proyecto para continuar con el avance de obra en los tiempos programados. PCR podría, de considerarlo necesario, realizar análisis de sensibilización de las diferentes variables del desarrollo inmobiliario; así como la diversificación en las fuentes de financiamiento de los proyectos como la preventa, el aporte que realizan las entidades que participan, estudios realizados, entre otros.	12,50
c) Características del proyecto	12,50
PCR evalúa las características del inmueble, como factores determinantes para que el inmueble se mantenga en condiciones óptimas. Se considera condiciones de ingeniería y diseño, materiales de construcción; para lo cual se puede recurrir al criterio de un experto. Se valora: diseño, luminosidad, distribución del espacio, plan de administración y mantenimiento del inmueble. Dentro de las condiciones y normas de seguridad se evalúa: sistemas de evacuación, alarmas de incendios, sistema de aclimatación, diseño y dinámica del sistema hídrico.	12,50
d) Localización del proyecto	12,50
Se evalúa la ubicación geográfica del proyecto, la accesibilidad o prestaciones de la zona, los beneficios de la ubicación en cuanto a proyectos productivos. Se considera también, las condiciones socioeconómicas que ofrece la ubicación del inmueble, esto permite identificar el perfil de los arrendatarios, inquilinos o futuros compradores. Desde su diseño se debería haber considerado todos estos factores para definir: mercado objetivo, cánones de arrendamiento, proyección de ingresos, zonas de impacto económico.	6,25
La evaluación para este tipo de factores está asociada a la zona geográfica en que está o se desarrolla el inmueble, y a los cambios que puede enfrentar ese lugar. Determinadas zonas pueden sufrir la pérdida de la plusvalía del sector, el deterioro de la infraestructura, la disminución de la demanda por desarrollos, etc.	6,25
e) Atrasos en la construcción del proyecto	12,50
PCR evalúa los atrasos que se puedan presentar por causas imprevistas en las distintas etapas del desarrollo del proyecto. Estos atrasos pueden tener diversos orígenes, como por ejemplo: errores en los estudios o estimaciones de tiempo de culminación, inconvenientes o incumplimientos de proveedores y contratistas, escasez general de materiales, factores climáticos o naturales, contratiempos en la gestión de permisos, entre otros.	12,50
f) Características y concentración en la demanda inmobiliaria	12,50

Este factor está vinculado a la posibilidad de que una vez concluido el proyecto no se pueda vender o alquilar debido a las condiciones que presente el mercado inmobiliario, las preferencias de los compradores o inquilinos que se esperan para el inmueble, entre otros, impidiendo alcanzar las expectativas del fondo.	4,50
PCR evaluará los estudios de factibilidad que las instituciones involucradas en el proyecto hayan realizado, para determinar el grado de aceptación del proyecto, y revisará los principales indicadores económicos del país en el que se está desarrollando el proyecto Inmobiliario.	8,00
g) Obtención de permisos y autorizaciones de las instituciones competentes	12,50
PCR evaluará el proceso y obtención de la aprobación de los permisos que se necesitan para el funcionamiento del proyecto por parte de las autoridades gubernamentales, como por ejemplo los permisos ambientales, municipales, entre otros.	12,50
h) Seguros y garantías del proyecto:	12,50
PCR valora positivamente la existencia de pólizas de seguro que garanticen el inmueble. Se observa las condiciones de las pólizas, la entidad aseguradora que emite dicha política y la instrumentalización legal para hacer efectiva la póliza en caso de siniestros. Es importante mencionar que cada uno de estos factores depende del tipo de inmueble que se trate: oficinas, bodegas, locales comerciales.	12,50

Anexo

Glosario de Términos

CAPEX: Capital Expenditures (gastos de capital)

CNV: Consejo Nacional de Valores

CSD: Cobertura de Servicio de Deuda

DTI: Razón de deuda a ingresos

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)

JAID: Jefe de Análisis Investigación y Desarrollo

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

PBI: Producto Bruto Interno

RI: Requerimiento de información

Notas al pie

ⁱ**Art. 25.- Calificación de valores emitidos por instituciones financieras.-** En concordancia con lo dispuesto en el artículo 186 de la Ley de Mercado de Valores, para la calificación de riesgo de valores del giro ordinario del negocio o valores genéricos, deberá calificarse a la institución emisora como tal; debiendo observar para el efecto, los procedimientos y categorías dispuestos en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en su segunda parte, Título XII “De la Superintendencia de Bancos”, Subtítulo III “De las Calificadoras de Riesgo”.

ⁱⁱ**Art. 190.-** De las inhabilidades para la calificación.- Los miembros del Comité de Calificación, administradores, gerentes y encargados de la calificación de riesgos deberán estar libres de los impedimentos establecidos en el artículo 7 de esta Ley, en lo que les fuere aplicable. No serán hábiles para efectuar una calificación de riesgo determinada:

- a) Los empleados y funcionarios del Banco Central del Ecuador, de las Superintendencias de Compañías y de Bancos y Seguros, miembros del Directorio del Banco Central del Ecuador, de la Junta Bancaria, C.N.V. y, de cualquier otra entidad de control. Tampoco podrán conformar el comité de calificación los directores y administradores de las bolsas de valores, los socios o administradores de otras calificadoras de riesgo así como los miembros de sus comités de calificación, los socios, administradores y operadores de las casas de valores, de las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, de instituciones del sistema financiero o de cualquier otra entidad que por ley tenga objeto exclusivo;
- b) Las personas relacionadas al emisor conforme a lo establecido en el título relativo a empresas vinculadas y demás normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V.;
- c) Quienes sean empleados, presten servicios o tengan vínculos de subordinación o dependencia con el emisor, subsidiarias o sus empresas vinculadas;
- d) Las personas naturales que posean valores emitidos por el emisor, su matriz o subsidiaria en forma directa o en conjunto con otras personas por montos superiores a trece mil ciento cuarenta y cuatro 50/100 (13.144,50) dólares de los Estados Unidos de América;
- e) Las personas jurídicas que por sí mismas o en conjunto con otras, posean valores emitidos por el emisor o sus empresas vinculadas más del cinco por ciento del activo circulante del emisor o más de ciento cinco mil ciento cincuenta y seis (105.156) dólares de los Estados Unidos de América. Esta inhabilidad se extenderá a aquellas personas que tengan compromisos u opciones de compra o venta sobre dichos valores;
- f) Quienes tengan o hayan tenido durante los últimos seis meses una relación profesional o de negocios significativa con el emisor, sus subsidiarias o entidades de sus empresas vinculadas, dicha relación será calificada por el C.N.V., mediante resolución de carácter general;
- g) Los cónyuges o convivientes en unión de hecho, de los administradores y comisarios de la entidad calificada y quienes estén con respecto a los administradores y directores de las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores, dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad; y,
- h) Aquellas personas que el C.N.V. determine por normas de carácter general en atención a los vínculos que tengan con el emisor que pudieran comprometer significativamente su capacidad para expresar opiniones independientes sobre el riesgo de los valores o de la información de la emisora.

Cuando un miembro del Comité de Calificación de Riesgo tuviera alguna de las inhabilidades establecidas en los literales anteriores, no podrá participar en dicho proceso de calificación.

ⁱⁱⁱ**Art 18,** Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

^{iv}Art. 139, Ley de Mercado de Valores

^v**Art 188.** Ley de Mercado de Valores

^{vi}**Art. 9.- Excusas.-** Los integrantes del comité de calificación se excusarán de participar en una calificación cuando se hallen incurso en lo señalado en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores.

Art. 31.- Prohibición de realizar calificaciones por entidades que carecen de independencia.- Ninguna sociedad calificadora podrá realizar calificaciones cuando carezca de independencia. Se entenderá que no existe independencia cuando los administradores, accionistas, empleados a nivel profesional y miembros del comité de calificación de la sociedad calificadora, se encuentran en una de las siguientes situaciones:

1. Que hayan tenido en los seis meses anteriores a la calificación, el carácter de directores, representantes legales, empleados a nivel profesional; que hubieren desarrollado funciones de control financiero en la sociedad emisora; que hayan sido o sean accionistas de, al menos, el cinco por ciento o más del capital de la sociedad emisora, de sus empresas vinculadas o de la entidad garante de los valores objeto de calificación.
2. Que tengan un contrato de prestación de servicios profesionales con la sociedad emisora o sus empresas vinculadas; con la entidad garante de los valores objeto de calificación o con los accionistas del cinco por ciento o más del capital de una de estas sociedades.
3. Que hayan participado en cualquier actividad durante los estudios previos, la aprobación o colocación del valor objeto de calificación.

4. Que sean titulares, directa o indirectamente, del cinco por ciento o más de los valores emitidos por el emisor o hayan recibido en garantía valores emitidos por el mismo.

5. Que sean accionistas que representen el cinco por ciento o más del capital de sociedades que se encuentren en alguno de los casos previstos en los literales precedentes.

6. Que se encuentren en alguna de las situaciones previstas en los literales que preceden, su cónyuge o parientes, hasta el tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad.

No obstante lo dispuesto en este artículo, el Consejo Nacional de Valores podrá autorizar de manera excepcional, la calificación realizada, aún cuando se presente alguno de los supuestos antes previstos, en caso de que se demuestre que las personas a las cuales se refiere el presente artículo, actúan alejadas de intereses particulares, de tal manera que no se afecte la imparcialidad de la calificación.