
**MANUAL PARA LA CALIFICACION DE RIESGO DE
TITULOS EMITIDOS POR EMPRESAS**

TABLA DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN

2. MARCO CONCEPTUAL

- a) El papel
- b) La empresa
- c) El proyecto
- d) El entorno

3. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS

- a) definición de áreas, factores e indicadores de riesgo
- b) establecimiento de puntajes en los diferentes indicadores
- c) estructura de ponderaciones de la importancia relativa de áreas, factores e indicadores de riesgo
- d) criterios para establecer la calificación definitiva

4. CALIFICACIONES

1. INTRODUCCIÓN

En este documento se presentan las bases metodológicas de **CARE Calificadora de Riesgo** para la calificación de riesgo, sintetizándose el conjunto de criterios y procedimientos aplicados para calificar el riesgo de **Títulos de Deuda** emitidos por empresas. Si bien, como se describe más adelante estas bases sirven también para la calificación de acciones.

Este sistema de calificación, si bien está desarrollado para la calificación en la escala local, es completamente compatible con los principales sistemas que se aplican a nivel internacional, en particular en lo que hace a las calificaciones finales que se describen en el numeral 4.

2. MARCO CONCEPTUAL.

El primer presupuesto básico de la metodología propuesta es que la calificación de riesgo de una emisión debe informar fundamentalmente al inversionista (comprador final del papel emitido), pero también a otros agentes económicos (otros emisores, intermediarios financieros, autoridades del sector público, etc.), sobre las posibilidades de recuperar el capital invertido con los intereses pactados en el plazo y otras condiciones generales prometidas por el emisor. La probabilidad de que esta recuperación no se produzca en las condiciones ofrecidas por el papel es, precisamente, el riesgo para el inversionista.

La calificación de riesgo es un ejercicio en el cual, en sucesivas etapas, se identifican, evalúan y ponderan los diferentes elementos que introducen riesgos relevantes en cada emisión en cuestión. Necesariamente debe existir una base metodológica común a aplicar a todos los casos. Esta base garantiza que dos emisiones realizadas en iguales condiciones de riesgo reciban la misma calificación. Pero, la base metodológica también debe tener la suficiente flexibilidad como para ajustarse a las variantes que en la realidad se presentan. Estas variantes refieren a múltiples aspectos: cuáles son las áreas y factores de riesgo relevantes en cada caso, cuál es la importancia relativa de cada uno de ellos, etc.

El otro presupuesto fundamental de la metodología es que la calificación de riesgo se hace fundamentalmente con la información que está “razonablemente disponible” en el momento de llevar adelante el análisis. Esto

se deriva del principio de “economicidad” que debe guiar la calificación. Dadas las restricciones y costos de tiempo y otros recursos para la realización de la calificación, existe un monto máximo de recursos por encima del cual el trabajo de calificación deja de ser eficiente. Este aspecto es parcialmente resuelto si se acepta que será el emisor el principal interesado en aportar y hacer pública información relativa a su emprendimiento, de manera tal que el público, a través de la calificación, deposite su confianza en la misma.

En tercer lugar debe señalarse que la calificación de riesgo es un ejercicio fundamentalmente prospectivo. Las informaciones actuales y pasadas sobre la empresa y su proyecto no importan tanto en sí mismas sino en la medida en que sirvan para hacer previsiones razonables sobre el futuro. En tanto ejercicio prospectivo, la calificación debe reconocer en el análisis estratégico uno de sus contenidos más relevantes desde el punto de vista técnico.

Antes de desarrollar con mayor detalle la metodología es conveniente realizar algunas precisiones que ayudan a delimitar el campo de aplicación de este Manual.

A nivel de emisiones, la metodología desarrollada por **CARE Calificadora de Riesgo** se ajusta tanto a papeles que van a ser emitidos como a aquellos cuya emisión ya fue realizada.

El término empresas hace referencia a empresas productivas (industriales, agropecuarias y agroindustriales), comerciales y de servicios, excluyendo de éstas últimas expresamente los bancos, las empresas aseguradoras y análogas.

El sistema y los procedimientos de calificación propuestos refieren fundamentalmente a títulos de mediano y largo plazo.

La metodología parte de la base que el análisis de los factores de riesgo asociados a una emisión se dividen en cuatro aspectos. Estos se corresponden con las **áreas** en las que se generan riesgos específicos:

- a) el papel o instrumento financiero emitido,
- b) la empresa que toma el financiamiento a través de la emisión,
- c) el proyecto que es financiado por la emisión,
- d) el entorno en que se desenvuelven la empresa y su proyecto.

Como se señalara al inicio, en los casos en que la calificación no refiere a emisiones de instrumentos de financiamiento sino a empresas (agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios) en la aplicación de la metodología desarrollada por **CARE Calificadora de Riesgo** se omite el análisis de los literales a y b del párrafo anterior. Implícitamente sin embargo están presentes;

y por este motivo, con leves ajustes, la reseña de calificaciones que se presenta al final de este trabajo también es válida para empresas. En efecto en este caso el proyecto se asimila en definitiva a la gestión corriente de la propia empresa.

a) El papel.

Los conceptos a revisar aquí son los que deberían ofrecer la menor dificultad para su evaluación. Hacen referencia a aspectos tales como: la existencia de un agente fiduciario, el aporte de garantías, la relación de éstas con el patrimonio de la empresa y toda otra consideración referente a la propia calidad de la emisión (existencia de mercado secundario, plazos, intereses), o a la posibilidad de ejecución de garantías si las hubiese, etc.

Es notorio que si las seguridades ofrecidas al inversionista en esta área son importantes, esto condiciona la relevancia del resto del análisis. Dicho en otros términos, si por ejemplo, el monto de las garantías materiales que respaldan la emisión y sus posibilidades de rápida ejecución son ampliamente satisfactorias, importará menos que en otros casos a qué actividad concreta la empresa aplicará el financiamiento, o bien saber cuál es la prospectiva sobre el entorno del emprendimiento, etc.

Por esta razón el área del papel emitido es la primera que se aborda en el análisis.

b) La empresa.

Una vez analizadas las características del papel emitido o a emitir, el análisis se concentra en la empresa que recibirá el financiamiento a través de la emisión bajo estudio.

En esta área se analizan los diferentes factores de riesgo que son intrínsecos a la empresa.

En primera instancia se estudian aspectos tales como la naturaleza jurídica de la empresa, grado de concentración de las decisiones, grado de sustituibilidad de los titulares, y toda otra información que, referida a la constitución de la empresa, pueda ser importante para evaluar su desempeño.

En esta sección también se recaba y analiza información detallada de la organización técnico-administrativa de la empresa, la distribución de responsabilidades en el gerenciamiento, la capacitación del personal, el nivel de remuneraciones, la imagen de la empresa en sus empleados y, en general, todo lo que configure la política de recursos humanos.

Según el tipo de producto y de la naturaleza de los mercados a los que se apunte, se verifica el nivel tecnológico aplicado, así como su relación con las

exigencias de los mercados y con las tendencias en la rama de producción.

Corresponde también analizar los resultados económico financieros de la operación de la empresa. Por tanto se estudian los balances de años anteriores y, a partir de la información en ellos contenida, se construyen “ratios” más o menos tradicionales. Estos “ratios” dan cuenta del desempeño económico financiero de la empresa en los últimos ejercicios.

Se analizan las políticas de comercialización, tanto desde el punto de vista del abastecimiento como de las ventas (en aspectos tales como origen de las materias primas, comparación del precio pagado por la principal materia prima respecto del precio del promedio de las competidoras, precios logrados en las ventas, destino principal, etc.). En este marco se estudia la existencia y relevancia de alianzas estratégicas con otras firmas, ya sea en el abastecimiento de insumos, factores y materias primas como en la venta y distribución de productos y subproductos.

También resulta relevante el estudio de los antecedentes de la empresa en el mercado de capitales, la receptividad por el público de anteriores emisiones, la conducta de la empresa en la atención de anteriores obligaciones, etc.

c) El proyecto

Luego de haber sistematizado la información y el análisis sobre los factores de riesgo en las áreas del papel y de la empresa, el análisis se concentra en el proyecto, esto es el emprendimiento concreto que será financiado con la emisión realizada o a realizar.

Se trata en este caso de analizar en primer lugar el objeto del proyecto, es decir el conjunto de objetivos que la empresa se propone lograr con la ejecución del mismo.

En segundo lugar se analiza el conjunto de instrumentos utilizados para alcanzar el objetivo del proyecto. Así, el análisis es diferente si la emisión se destina a financiar la reestructuración del pasivo de una empresa, o si se refiere a la financiación de un nuevo proyecto de inversión. En efecto, en el primer caso -reestructuración de pasivo- es más relevante el desempeño pasado de la empresa; en tanto que en el segundo caso -proyecto nuevo- el énfasis del análisis de los factores de riesgo debe ponerse en la nueva situación de producción que se pretende desarrollar.

El análisis de viabilidad y conveniencia del proyecto debe recorrer las diferentes etapas previstas en la metodología tradicional de diseño y evaluación de proyectos.

Esto implica, en primer lugar, considerar la consistencia y coherencia del proyecto. También se requiere una mínima revisión de los coeficientes técnicos utilizados y el análisis de su ajuste a parámetros reconocidos. Asimismo se verifica la existencia y calidad de estudios de mercado que avalen la propuesta, analizando cuidadosamente el alcance de los mismos, su apoyo en información primaria, en encuestas, en opiniones de informantes, etc.

Luego de revisada la operación de los procesos propuestos, se analiza la condición de la empresa para desarrollarlos en términos de su organización y de su gerenciamiento.

Se incluye también el análisis de los flujos de fondos y de medidas típicas de su evaluación (VAN, TIR). Se agregan los correspondientes análisis de sensibilidad y de simulación probabilística en la medida en que la información disponible lo permita.

d) El entorno.

Muchos riesgos derivan del entorno en el que se desenvuelven la empresa y su emprendimiento y de la dinámica prevista en el mismo para el futuro. Por ello, una vez estudiados los riesgos asociados al papel, a la empresa y al proyecto, es preciso completar el estudio refiriéndose al entorno en el que la empresa y su proyecto (y por consecuencia el papel) se han de desenvolver mientras esté vigente la emisión.

El análisis del riesgo asociado al entorno supone analizar los mercados - nacionales, regionales y/o internacionales- con los que se vincula la empresa, su emprendimiento y el o los productos generados por este último.

No obstante, el análisis de entorno es bastante más que un análisis convencional de oferta y demanda si bien se apoya inicialmente de manera relevante en el mismo, intentando encontrar las principales fortalezas y debilidades que el producto en cuestión puede tener.

En particular interesa el análisis estratégico de la empresa durante el período de vigencia de la emisión. Esto es, el estudio de la empresa en el escenario posible de desenvolvimiento de la rama a la que la misma pertenece. En este aspecto se responden algunas preguntas clave como por ejemplo: cuál es el tipo de empresa probablemente exitosa en ese mercado; cuál su patrón de competitividad; cuál puede ser el desempeño más probable de toda la rama en cuestión, teniendo en cuenta los cambios esperados en los mercados y en las políticas públicas.

En este sentido, deben conocerse aspectos tales como la estructura de la

rama, las estrategias de las diferentes firmas, el desempeño reciente de ellas, la existencia de barreras a la entrada o salida de empresas y, cuando sea posible, los costos comparados de la firma en cuestión con las firmas competidoras. Se incluye asimismo el análisis de información sobre la existencia de barreras no arancelarias que pudieran estar confiriendo fortalezas “artificiales” y sobre todo transitorias al proyecto.

También es fundamental tener presente que hoy en día cobra particular relevancia el conocimiento de la política comercial vigente así como disponer de una proyección sobre su evolución más probable a la luz de los acuerdos comerciales regionales o de las disciplinas emergentes de la Organización Mundial de Comercio (OMC). Así por ejemplo, a un análisis tradicional de protección efectiva, ahora hay que incorporarle la evolución más probable de ésta y de los márgenes de preferencia.

En particular, para rubros alcanzados por políticas activas, deberá ponderarse su coherencia con todo el complejo de políticas públicas, para analizar la posibilidad de su mantenimiento. Tal el caso, por ejemplo, de la lechería, de la hotelería, la forestación, todas actividades alcanzadas por regímenes especiales y políticas sectoriales que pueden en su evolución afectar el desarrollo, el éxito o el fracaso del proyecto.

En definitiva, se trata de retratar el escenario de mercados y políticas públicas, de modo de verificar la compatibilidad del proyecto con los mismos, y la competitividad probable de la rama y de la empresa en el plazo de maduración del emprendimiento.

3. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS

El sistema de calificación de riesgo que desarrolla **CARE Calificadora de Riesgo** se ejecuta en cuatro etapas. A continuación se hace una discusión general de las mismas.

Se parte de la base, tal como fuera discutido en la sección anterior, de reconocer que el riesgo asociado a una emisión debe analizarse en cuatro **áreas** diferentes: el papel, la empresa, el proyecto y el entorno (Tabla 1).

A su vez en cada una de estas áreas pueden identificarse diferentes **factores** de riesgo. A título de ejemplo, en el **área** de la empresa podrá existir riesgo asociado a **factores** tales como su naturaleza jurídica, su situación económico-financiera, su gestión tecnológica, su desempeño comercial, etc.

Por su parte, el riesgo asociado a cada **factor** podrá ser juzgado o

evaluado a la luz de diferentes **indicadores** no excluyentes. Continuando con el ejemplo del párrafo anterior, el riesgo asociado al **factor** denominado situación económico financiera (dentro del **área** de la empresa) podrá ser evaluado a través de indicadores tales como los resultados operativos, rentabilidad, endeudamiento, etc.

Por tanto, la primer etapa metodológicamente relevante es la definición de tres niveles analíticos diferentes y progresivamente más concretos y específicos: **áreas**, **factores** e **indicadores** de riesgo.

Una vez establecidos y definidos con la mayor precisión posible estos tres niveles, debe estimarse en concreto la calificación de riesgo para cada emisión. Esto se realiza a partir de la agregación del riesgo existente en cada una de las cuatro **áreas**.

A su vez el riesgo en cada uno de éstas se estima a partir de la consideración del riesgo de los diferentes **factores** que se definen en cada **área**. El riesgo en cada **factor** se estima por el análisis del riesgo establecido en los diferentes **indicadores** de este factor. En términos operativos la idea básica es que, a partir de un puntaje asignado en cada **indicador** de cada **factor** correspondiente a **cada** área, se establezca un puntaje global a través de un sistema de ponderación de indicadores, factores y áreas (véase ejemplo en la Tabla 1)

CARE Calificadora de Riesgo.

Tabla 1:
Ejemplo de calificación según la metodología de CARE Calificadora de Riesgo

Puntaje final 69.74

Area			Factor			Indicador		
Nombre	Ponderación	Puntaje	Nombre	Ponderación	Puntaje	Nombre	Ponderación	Puntaje
1. El papel	40%	56.03						
			1.1 Under-writer	40%	62.0	1.1.1 Existencia	60%	50
						1.1.2 Antecedentes	40%	80
			1.2 Garantías ofrecidas	55%	49.5	1.2.1 Existencia	5%	100
						1.2.2 Tipo	10%	40
						1.2.3 Relación con monto emitido	25%	90
						1.2.4 Posibilidades de ejecución	60%	30
			1.3 Plazo de la emisión	5%	80.0	1.3.1 Tiempo para rescate completo	100%	80
2. La empresa	20%	73.01						
			2.1 Antecedentes de la empresa con emisiones	10%	88.0	2.1.1 Existencia de emisiones anteriores	20%	50
						2.1.2 Rescate de papeles anteriores	60%	100
						2.1.3 Mercado secundario de papeles anteriores	20%	90
			2.2 Naturaleza jurídica	4%	80.0	2.2.1 Adecuación al emprendimiento	60%	80
						2.2.2 Sustituibilidad de titulares	20%	70
						2.2.3 Concentración de la propiedad	20%	90
			2.3 Estructura de la toma de decisiones	7%	76.5	2.3.1 Concentración de las decisiones	10%	50
						2.3.2 Adecuación del organigrama a la gestión	20%	70
						2.3.3 Calificaciones de gerentes	10%	90
						2.3.4 Nivel de remuneraciones de gerentes	10%	100
						2.3.5 Sustituibilidad de gerentes	10%	60
						2.3.6 Calificaciones de técnicos	5%	70
						2.3.7 Nivel de remuneraciones de técnicos	5%	80
						2.3.8 Sustituibilidad de técnicos	5%	100
						2.3.9 Indicadores de eficiencia en la gestión	25%	80

Continúa

Edificio del Notariado- Guayabo 1729 Esc 201 598.2.4025307*

www.care.com.uy – care@care.com.uy

CARE Calificadora de Riesgo.

Tabla 1: Continuación.

			2.4 Gestión de RRHH	7%	66.0			
						2.4.1 Selección - Reclutamiento	10%	40
						2.4.2 Remuneraciones y estímulos al personal	20%	70
						2.4.3 Capacitación del personal	10%	80
						2.4.4 Calidad de las relaciones laborales	40%	90
						2.4.5 Adhesión del personal	20%	20
			2.5 Gestión de calidad	4%	56.0			
						2.5.1 Existencia de programa	20%	100
						2.5.2 Resultados del programa	40%	10
						2.5.3 Calificación ISO	40%	80
			2.6 Gestión tecnológica	10%	82.0			
						2.6.1 Adecuación de la tecnología	60%	80
						2.6.2 Tasas de renovación pasadas	10%	70
						2.6.3 Tasas de renovación previstas	30%	90
			2.7 Desempeño económico-financiero	38%	64.5			
						2.7.1 Costos comparados	5%	40
						2.7.2 Activo/pasivo	15%	90
						2.7.3 Liquidez	15%	30
						2.7.4 Endeudamiento	20%	20
						2.7.5 Retorno sobre capital	25%	90
						2.7.6 Otros	20%	90
			2.8 Desempeño comercial	17%	84.0			
						2.8.1 En las ventas	60%	100
						2.8.2 En las compras	40%	60
			2.9 Otros	3%	60.0			
						2.9.1 Alianzas estratégicas	50%	40
						2.9.2 Propiedad y prestigio de marcas	50%	80
3. El proyecto	20%	83.74						
			3.1 Justificación comercial	15%	94.0			
						3.1.1 Análisis mercado (s) de producto (s)	80%	100
						3.1.2 Análisis mercado (s) de insumos, servicios y factores	20%	70
			3.2 Justificación técnica	8%	78.0			
						3.2.1 Adecuación de la tecnología propuesta	40%	80
						3.2.2 Grado de ajuste de coeficientes técnicos	30%	70
						3.2.3 Grado de ajuste de escala	20%	80
						3.2.4 Adecuación de la localización	10%	90

Edificio del Notariado- Guayabo 1729 Esc 201 598.2.4025307*

www.care.com.uy – care@care.com.uy

Continúa

CARE Calificadora de Riesgo.

Tabla 1: Final

			3.3 Justificación organizativa	7%	70.0			
			3.4 Viabilidad del emprendimiento	25%	90.0	3.3.1 Adecuación de la organización propuesta	100%	70
			3.5 Conveniencia del emprendimiento	45%	80.0	3.4.1 Grado de viabilidad	100%	90
						3.5.1 Resultados de los indicadores de conveniencia	100%	80
4. El entorno	20%	79.90						
			4.1 Oferta del producto	30%	89.0	4.1.1 Fase del ciclo del producto	25%	100
						4.1.2 Barreras a la entrada	10%	80
						4.1.3 Barreras a la salida	10%	90
						4.1.4 Régimen de competencia	10%	70
						4.1.5 Estructura del mercado	20%	100
						4.1.6 Adecuación de la estrategia competitiva propuesta	25%	80
			4.2 Demanda del producto	10%	80.0	4.2.1 Evolución prevista	100%	80
			4.3 Oferta de insumos, factores y servicios	5%	90.0	4.3.1 Evolución prevista	100%	90
			4.4 Demanda de insumos, factores y servicios	5%	60.0	4.4.1 Evolución prevista	100%	60
			4.5 Políticas públicas nacionales	30%	79.6	4.5.1 Comerciales	20%	100
						4.5.2 Tributarias	10%	90
						4.5.3 Restricciones no arancelarias	15%	80
						4.5.4 Subsidios y reintegros	20%	70
						4.5.5 Circulación de capitales	8%	80
						4.5.6 Circulación de mercaderías	14%	90
						4.5.7 Regulación del trabajo	4%	50
						4.5.8 Otros	9%	40
			4.6 Políticas públicas extranjeras	20%	69.1	4.6.1 Comerciales	20%	70
						4.6.2 Tributarias	10%	60
						4.6.3 Restricciones no arancelarias	15%	80
						4.6.4 Subsidios y reintegros	20%	90
						4.6.5 Circulación de capitales	8%	50
						4.6.6 Circulación de mercaderías	14%	40
						4.6.7 Regulación del trabajo	4%	80
						4.6.8 Otros	9%	70

Por consecuencia, la segunda etapa del proceso de calificación es la asignación de un puntaje de riesgo a cada **indicador** de cada **factor** de cada **área**. Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas según se indica en la Tabla 2. En esta Tabla los tres criterios que se presentan para asignar puntajes (riesgo, juicio y estado) son excluyentes. El criterio a escoger en cada caso dependerá de la naturaleza de la variable o fenómeno que es reflejado por el indicador. Así, por ejemplo, para asignar un puntaje al indicador “preparación del personal gerencial” parece más razonable recurrir al criterio de **juicio**, en tanto que en indicadores como “infraestructura” o “maquinaria” pueden puntuarse mejor recurriendo al criterio de **estado**. Los criterios son entonces los puntos de vista que mejor se adecuan en cada caso.

Tabla 2: Escala básica de puntaje de indicadores según criterios excluyentes

RIESGO	JUICIO	ESTADO	puntos
MUY ALTO	MUY NEGATIVO	DEFICITARIO	0 -14,9
ALTO	NEGATIVO	MUY MALO	15-29,9
ALTO-MEDIO	DESFAVORABLE	MALO	30-44,9
MEDIO-ALTO	DESFAVORABLE-NEUTRO	MALO-REGULAR	45-59,9
MEDIO Y MEDIO-BAJO	NEUTRO Y NEUTRO-FAVORABLE	REGULAR Y REGULAR-BUENO	60-74,9
BAJO-MEDIO	FAVORABLE	BUENO	75-79,9
BAJO	FAVORABLE-POSITIVO	BUENO-MUY BUENO	80-84,9
BAJO-MUY BAJO	POSITIVO	MUY BUENO	85-89,9
MUY BAJO	POSITIVO - MUY POSITIVO	MUY BUENO - EXCELENTE	90-94,9
CASI NULO	MUY POSITIVO	EXCELENTE	95-100

Esta escala, como se indica más adelante, permite establecer puntajes comparables a indicadores de naturaleza muy diversa, lo que hace posible su cuantificación a los efectos de la calificación.

En la tercer etapa de la calificación los puntajes establecidos anteriormente se suman de manera ponderada. El establecimiento de estas ponderaciones es lo que permite resolver el problema de la importancia relativa de **áreas**, **factores** e **indicadores** de riesgo. Así, a partir de la estructura de ponderaciones y de los puntajes en cada **indicador**, se establecen primero puntajes por **factor**, luego por **área** y, finalmente, el puntaje global que define la calificación de riesgo según lo establecido en la Tabla 3.

De esta forma, en la cuarta etapa el puntaje global se transforma en calificación al contrastarlo con una tabla pre-establecida (Tabla 3).

Tabla 3: Equivalencia entre puntaje global y calificación.

Puntaje	Calificación	Explicación	Concepto
95-100	AAA uy	Grado de inversión óptima	Riesgo mínimo
90-94.9	AA uy	Grado de inversión óptima con observaciones	Riesgo escaso
85-89.9	A uy	Grado de inversión con observaciones	Riesgo bajo
80-84.9	BBB uy	Grado de inversión mínimo	Riesgo medio bajo
75-79.9	BB uy	Grado especulativo medio	Riesgo medio
70-74.9	B uy	Grado especulativo medio-alto	Riesgo medio-alto
65-69.9	CCC uy	Grado especulativo alto	Riesgo alto
60-64.9	CC uy	Grado especulativo alto-muy alto	Riesgo alto-muy alto
55-59.9	C uy	Grado especulativo muy alto	Riesgo muy alto
menos de 55	D uy	Grado especulativo deficiente	Riesgo extremo

Nota: Se asignará cuando corresponda un signo de (+) o de (-), que indicará si la calificación se acerca más a la categoría superior o a la inferior respectivamente, de acuerdo al puntaje. La referencia a la estabilidad de la calificación puede apreciarse en la versión más detallada de las calificaciones que se presenta al final de este trabajo

De esta forma las cuatro etapas a cumplir en el proceso de calificación son:

a) definición de áreas, factores e indicadores de riesgo

Como ya se ha señalado inicialmente deben distinguirse a efectos del análisis cuatro **áreas** de riesgo: el papel, la empresa, el proyecto y el entorno.

En segundo lugar se establece qué **factores** son los que permiten identificar el riesgo en cada una de estas cuatro áreas. Eventualmente cabe la posibilidad, aunque rara, que un mismo **factor** se repita en más de un **área**.

En tercer lugar se trata de definir cuáles son los **indicadores** a través de los cuales el riesgo asociado a cada **factor** puede ser medido o evaluado en concreto.

Los tres aspectos señalados son analizados en términos lo

Edificio del Notariado- Guayabo 1729 Esc 201 598.2.4025307*

www.care.com.uy – care@care.com.uy

suficientemente amplios como para definir una tabla base común que sirva para evaluar cualquier emisión (Tabla 1). Frente a cada emisión en concreto podrá ajustarse esta tabla general incluyendo o excluyendo **factores** o **indicadores**.

b) establecimiento de puntajes en los diferentes indicadores

En cada **indicador** la iniciativa en cuestión recibe un puntaje (entre 1 y 100) de acuerdo a una escala básica muy simple del tipo de la presentada en la Tabla 2. En esta Tabla los conceptos de riesgo, juicio o estado son expresiones alternativas para medir la situación de cada indicador en cuestión.

Un aspecto no menor es en base a qué establecer los puntajes. En particular: hasta qué punto es posible de un modo objetivo asignarlos. No en todos los casos se podrá tener una indicación objetiva de los méritos de la propuesta en cada indicador. En algunos casos por no ser posible por la naturaleza del indicador y, en otros, por requerir de desarrollos metodológicos no disponibles. Si esto ocurre se harán supuestos en base a la mejor información disponible. La propuesta metodológica se plantea como objetivo intentar reducir a puntajes lo más posible.

c) estructura de ponderaciones de la importancia de áreas, factores e indicadores de riesgo

Establecidos los puntajes en los diferentes **indicadores** debe definirse qué tan importante es cada **indicador** para definir el riesgo asociado a cada **factor**; qué tan importante es cada **factor** para definir el riesgo asociado a cada **área** y, por último, qué tan importante es cada **área** en la calificación final.

Esto se realiza a través de un sistema de ponderaciones que eventualmente se podrá ajustar en cada caso en particular. Este ajuste tiene que ver con el hecho que la importancia (por ende la ponderación) de un **indicador**, **factor** o **área** puede cambiar de situación a situación al punto tal que eventualmente puede no ser relevante (ponderación igual a cero). En cualquier caso es notorio que la estructura de ponderación es algo que deberá ajustarse frente a cada caso en concreto.

d) criterios para establecer la calificación definitiva.

Una vez establecido el puntaje en cada indicador, por aplicación de las ponderaciones que correspondan se obtiene un puntaje final que estará entre 0 y 100, tal cual se ejemplifica en la Tabla 1.

A partir del puntaje global se asigna una calificación según las equivalencias establecidas en la Tabla 3.

4. CALIFICACIONES

A fin de dar una visión resumida de cada categoría en la calificación definitiva, se acompaña una breve reseña de las características de las mismas.

CATEGORÍA AAA uy (95 a 100 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que no presentan riesgo de inversión, ya que evidencian una excelente capacidad de pago de capital e intereses en las condiciones y plazo pactados. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto, y las características del entorno, dan satisfacción plena a todos los análisis practicados. A criterio del calificador, se considera incluso que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que ésta pertenece, o en la marcha de la economía en general, incrementen el riesgo del instrumento en consideración. Y que, de ocurrir cambios desfavorables altamente improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la empresa igualmente confiere seguridades como para no aumentar el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo.**

CATEGORÍA AA uy (90 a 94.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un escaso riesgo de inversión. Su capacidad de repago de capital e intereses en los plazos establecidos es muy alta. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto, y las características del entorno, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados. El calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que ésta pertenece, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la empresa igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**

CATEGORÍA A uy (85 a 89.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan para el inversor un riesgo bajo. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan

satisfacción a los análisis practicados. A juicio del calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

CATEGORÍA BBB uy (80 a 84.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**

CATEGORÍA BB uy (75 a 79.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados resulta actualmente adecuada. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**

CATEGORÍA B uy (70 a 74.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo medio-alto para la inversión. Su capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados aparece hoy como medianamente satisfactoria. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto mínimamente los análisis practicados, aunque existen debilidades no excluyentes en alguna de las áreas de riesgo que confieren algún tipo de riesgo mayor al de la categoría anterior. Se incrementa hasta un nivel de medio alto el riesgo del instrumento ante cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media a media alta, y apenas compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque convirtiendo el riesgo entre medio y alto. **Grado especulativo medio-alto.**

CATEGORÍA CCC uy (65 a 69.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente riesgo alto para la inversión. Su capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados aparece como probable. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, apenas satisfacen en conjunto los análisis practicados, aunque con debilidades manifiestas en áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel alto el riesgo del instrumento ante cambios desfavorables previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de alta a muy alta, y apenas compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos. **Grado especulativo alto.**

CATEGORÍA CC uy (60 a 64.9 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan riesgo alto a muy alto para la inversión. Su capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, no parece adecuada. Cualquier modificación desfavorable mínima en las condiciones de la empresa, del proyecto tal como fue elaborado, o del entorno, generan una probabilidad cierta de retardo en el pago o de pérdida al menos de los intereses. **Grado especulativo con riesgo alto a muy alto.**

CATEGORÍA C uy (55 A 59.9 puntos)

En este caso se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo muy alto para la inversión. Existe un elevadísimo

riesgo de incumplimiento, ya que la posibilidad de pago de capital e intereses en las condiciones pactadas depende de cambios simultáneos favorables, y de probabilidad baja, en las condiciones de la empresa y del entorno. **Grado especulativo muy alto.**

CATEGORÍA D uy (menos de 55 puntos)

Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que tienen una capacidad de pago del capital e intereses absolutamente inadecuada en las condiciones pactadas, debido a que es más que probable que incurran por lo menos en demoras en el pago de intereses y capital. Esto puede deberse a cualquier combinación de áreas de riesgo equivalente que determinen un puntaje bajo, o bien a un puntaje muy bajo en una sola área de ponderación excluyente. El papel, la condición de la empresa, el proyecto, o el análisis estratégico del entorno, descartan la opción. Esta categoría se aplicará también a todos aquellos instrumentos que se encuentren en mora en el pago de cualquier obligación, ya sea de intereses o de capital. **Grado especulativo deficiente**

CATEGORÍA E

Se trata de instrumentos en los que no se presenta información suficiente como para conformar el juicio del calificador.