

# **Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros**

---

**Julio 2003**

Modificado 11/06/2013 v.2

## TABLA DE CONTENIDOS

1. CONSIDERACIONES GENERALES
  
2. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN
  
3. MARCO CONCEPTUAL
  
4. LA CALIFICACIÓN
  - a) El papel o instrumento financiero
  - b) La empresa administradora
  - c) Los activos y flujos componentes del instrumento
  - d) El entorno
  
5. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS
  
6. CALIFICACIONES

## 1. CONSIDERACIONES GENERALES

En este manual se presentan las especificidades que refieren a la calificación de riesgo de finanzas estructuradas<sup>1</sup> en las cuales el repago de los instrumentos está vinculado o bien garantizado por los fondos o flujos de fondos generados por un portafolio de activos o cesión de derechos, tanto presentes como futuros y en las cuales exista una capacidad de administración separada de la propiedad de los activos subyacentes. A título de ejemplo se mencionan: cuotapartes de fondos de inversión, fideicomisos, créditos securitizados, certificados representativos de inversión, warrants.

Cabe subrayar que la calificación de riesgo no constituye una recomendación de compra o de venta sino la presentación del juicio de un consejo de calificación, con arreglo a una determinada metodología. Tampoco es el resultado de un proceso automatizado de ponderaciones, sino que recoge la opinión que, *esencialmente respecto de la calidad del patrimonio, del análisis de sus componentes, de los flujos de fondos esperados y de la idoneidad de la sociedad administradora*, tienen los miembros designados por CARE para integrar el consejo de calificación, que es el que otorga la nota final.

Suele confundirse calificación de riesgo con auditoría. Esta última sin embargo constituye un análisis de la verosimilitud de los procedimientos contables y/o operativos, lo que representa un juicio sobre el pasado. La calificación, que es un análisis de desempeño futuro, toma en cuenta necesariamente estos y otros elementos del pasado, pero para proyectar el desenvolvimiento a futuro.

Como todo ejercicio de calificación de riesgo, éste cuyo manual se presenta, implica un análisis prospectivo que juzga en definitiva la capacidad de una entidad determinada para cumplir con todas sus obligaciones. Constituye una opinión fundada, rigurosa, pero subjetiva. *Fundada*, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cualitativa como cuantitativa, que incluye pero no se limita a la utilización de diversas herramientas de análisis económico o financiero. *Subjetiva*, porque no es el resultado de una única fórmula rígida. Se trata en este caso nuevamente de llevar a la práctica los compromisos de independencia de criterio y demás principios recogidos en su Código de Ética, que constituyen a la vez un capital de CARE y de sus integrantes.

La metodología, al igual que en el “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”, plantea el análisis en cuatro áreas de riesgo, las que se dividen a su vez en factores de riesgo que se van ponderando y calificando de acuerdo a las escalas del manual. Finalmente, incorporando indicadores

---

<sup>1</sup> Excluidas las abarcadas por el “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”

cualitativos y cuantitativos a una matriz que adiciona promedios ponderados, se llega a la nota final.

## 2. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN

La evaluación se realiza sobre el análisis de información pública proporcionada por las empresas. Ella se complementa con la provista por otras fuentes que, en virtud del conocimiento de CARE del medio local, contribuyen decisivamente a la formación del juicio del comité calificador. Incluye también reuniones con los ejecutivos de la entidad.

Cabe destacar que sin información de calidad es imposible llegar a una calificación, o la misma se determina con la nota E (sin información suficiente).

La información requerida incluye, en los casos que corresponde y no de modo exhaustivo lo siguiente: prospecto; documentos utilizados en la venta y colocación de las participaciones; portafolio de activos, incluyendo de cada uno balances auditados y flujo de fondos futuros, con su justificación técnica (en el caso de activos no financieros) y desempeño (en el caso de activos financieros); calificaciones de riesgo preexistentes; reglamento interno, grado de cumplimiento de todos los extremos recogidos en las leyes respectivas y demás disposiciones; *objetivos y políticas* de la administración en la selección de inversiones; reglamento de gestión si es necesario, etc.

## 3. MARCO CONCEPTUAL

La calificación cuyo proceso se describe constituye un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el **desempeño** esperado de los flujos, y la **capacidad de pago** de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta -fija o variable- o tasa de interés, si corresponde. El riesgo del inversionista será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés explícito o implícito<sup>2</sup>; y todo ello en función del objetivo original del instrumento analizado.<sup>3</sup>

La heterogeneidad de situaciones hace necesario contar con una base metodológica estricta pero muy amplia. En efecto, la diversidad de activos que pueden integrar un instrumento es muy grande: créditos hipotecarios, acciones, cobranzas internas o internacionales, cobros de peaje de carreteras, certificados representativos de inversiones, valores en general, públicos o

---

<sup>2</sup> Tasa Interna de Retorno

<sup>3</sup> Por ejemplo en el caso de fondos de renta - y siempre de acuerdo al compromiso del emisor recogido en el reglamento, puede ocurrir que el juicio deba centrarse también en la estabilidad o sustentabilidad del fondo para pagar una determinada renta en el tiempo.

privados, nacionales o extranjeros, y otros activos<sup>4</sup>. Si el instrumento analizado posee como activos subyacentes emprendimientos de cualquier naturaleza, la calificación supone la consideración de los flujos de fondos y los resultados de cada uno de los activos que componen el conjunto. Si, en cambio, el instrumento representa un conjunto heterogéneo y variable de activos financieros (por ejemplo, fondos de inversión abiertos) la calificación dará un peso casi excluyente a la capacidad de la administradora. En sentido amplio, a mayor libertad de la administradora, según la norma jurídica y el reglamento, menor peso tendrán en la calificación los flujos subyacentes.<sup>5</sup>

La metodología salva esta heterogeneidad, no solo a través de elementos que proceden del análisis de portafolio, sino fundamentalmente dotando de una ponderación muy significativa a la calificación de las capacidades puestas al servicio de la administración, de la gestión del instrumento: una sociedad administradora si corresponde, o quien ejecute esa función. *Este puede considerarse el punto diferencial para los instrumentos que en este manual se propone calificar: el papel determinante de quien administra, es decir quien toma decisiones, cumpliendo con un reglamento específico cuando corresponde y en particular en momentos de estrés.*

Los factores de riesgo que luego se ponderan y reciben un puntaje, se agrupan en cuatro áreas de riesgo, de hecho los capítulos en los que se divide el análisis de la calificación:

- a) el papel o instrumento financiero.
- b) la empresa, en este caso la administradora, en particular teniendo presente el reglamento si es el caso.
- c) los activos y flujos esperados que dan lugar al instrumento, es decir el negocio o negocios involucrados.
- d) el entorno de mercados y políticas públicas que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la gestión de la administradora si corresponde, o en cada negocio, o en el conjunto de ellos.

---

<sup>4</sup> Art. 21, Ley 16774.

<sup>5</sup> CARE entiende que la heterogeneidad de los activos subyacentes puede determinar la mayor o menor frecuencia de revisión de la calificación.

#### 4. LA CALIFICACIÓN

La misma sigue los capítulos antes mencionados:

##### a) El papel o instrumento financiero

El análisis en este caso tiene en cuenta no de modo excluyente la existencia de colaterales, la posibilidad de ejecución de estas garantías o en su caso la forma de liquidación. La existencia de mercado secundario, la posibilidad de lograr cotizaciones frecuentes, y en general todo lo que facilite la posibilidad de salir de la inversión de que se trata, serán consideraciones a evaluar, de modo especial en el caso de patrimonios sin plazo fijo de liquidación.

Este aspecto - la liquidez del papel -, verificado a través de la presencia bursátil y de la profundidad de los mercados en los que se transa, si bien no de modo excluyente o vinculante, proporciona una idea no sólo del valor de mercado, sino además de la capacidad de ofrecer otras seguridades que subrayan la predisposición a exponer información.

Por otra parte se analizan todos los aspectos jurídicos del papel, de tal forma de determinar la exposición al riesgo derivada de las facultades otorgadas por la ley o el reglamento al administrador.

##### b) La empresa administradora

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr un determinado objetivo, en cumplimiento de obligaciones de administración que se establecen en un reglamento si se trata de un fondo de inversión, o en disposiciones contractuales o legales. La evaluación incluye al menos: la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, rotación y, en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión del negocio.

Se debe evaluar la historia y desempeño de la gerencia de la sociedad administradora, su propensión a seguir las políticas, manuales y reglamentos si corresponde, su comportamiento en el pasado frente a situaciones difíciles, cambios de rumbo de mercado, posicionamientos equivocados, etc.

Todo este análisis de tipo organizacional implica formar opinión sobre el modo en que la administración está organizada para tomar decisiones. Debe considerarse la asignación de responsabilidades, la capacidad de sus profesionales, la idoneidad para la función gerencial, la velocidad para tomar decisiones en especial en condiciones de estrés, de cambio en variables claves, etc. Asimismo el grado de ajuste de la estructura legal a las

disposiciones nacionales o internacionales según corresponda, integra este apartado.

De modo especial se verificará en lo pertinente el grado de cumplimiento con todos los extremos dispuestos en el capítulo I de la ley 16774<sup>6</sup> y demás disposiciones.

Otros elementos a considerar:

- Vinculaciones con otras sociedades o entidades financieras.
- La solvencia moral y económica del grupo societario al que pertenece.
- Características de la propiedad (dispersión del control accionario, concentración, trayectoria).
- La idoneidad y modalidad de remuneración del personal encargado de las operaciones y toma de decisiones de inversión.
- El nivel de los asesores y fuentes de información e investigación.
- Las políticas de gestión
- El nivel de los sistemas de información con que cuenta la sociedad.
- El nivel de los controles internos de la sociedad.
- Características del reglamento de gestión si corresponde (por ejemplo límites de gastos de gestión, comisiones y honorarios; topes máximos a cobrar por suscripción y rescate; normas sobre plazos para suscribir, rescatar cuotas, etc.).
- La política de inversiones en cada caso (rentabilidad, liquidez, seguridad, rotación, diversificación, cobertura de riesgos de plazo o cambiarias o de tasas, etc.), y en general la concordancia con lo que a ese respecto determine, si corresponde, el Banco Central del Uruguay<sup>7</sup>.

El análisis económico financiero de la empresa que administra no pondera igual que en el caso de una empresa emisora de títulos de deuda; se trata de información que solo pone de manifiesto cómo ha sido el desempeño de esta empresa, o de este administrador en negocios análogos. Temas como la existencia de fondos líquidos de reserva, de provisiones por juicios, por algún tipo de quebranto, constituyen otros elementos de consideración. Este análisis económico financiero es más bien una información que refleja parcialmente y de modo indirecto la idoneidad para la función.

### **c) Los activos y flujos componentes del instrumento**

Como ya se señalara en el punto 3 (Marco Conceptual), el análisis de activos y flujos componentes del instrumento, queda relativizado en función del tipo de activo subyacente.

---

<sup>6</sup> Pertenencia de las acciones, capital mínimo, radicación, contabilidades separadas, información, sindicatura, etc.

<sup>7</sup> Art. 22, ley 16774.

El análisis comprende dos grandes capítulos:

1) *La composición del patrimonio* en un sentido estático, o sea: la relación entre el capital y los activos; la diversificación<sup>8</sup> de sus componentes; las correlaciones positivas o negativas entre ellos; las modalidades de cambios de activos si corresponde y si están previstas en el reglamento; la política de inversiones; la liquidez del conjunto y de cada una de las partes en vinculación con la naturaleza y duración del negocio, etc.

La participación en el activo de aportes por ejemplo de instituciones financieras internacionales, puede constituir un elemento favorable no solo por lo estrictamente económico, sino por aportar un cierto “sponsorship” e incluso a veces capacidades gerenciales.

## 2) *Comportamiento histórico y esperado de los activos subyacentes*

Este punto incluye en primer lugar un juzgamiento, teniendo en cuenta antecedentes si corresponde, de la o las empresas o entidades involucradas, en lo organizacional, lo funcional y lo económico financiero, analizando en general la idoneidad para llevar adelante el propósito productivo, en definitiva para generar los recursos que se plantean.

En segundo lugar se incluyen todos los aspectos del capítulo referido a “el proyecto” del “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”. Se trata de recorrer lo referido a coherencia, consistencia, viabilidad técnica y análisis económico y financiero con todos los ratios de solvencia, rentabilidad y liquidez, análisis de sensibilidad, tasa interna de retorno, etc. La diferencia puede aparecer si coexisten varios emprendimientos o activos; en este caso el flujo que permite evaluar la capacidad de pago se compondrá del conjunto de flujos y, si corresponde, de la covarianza entre varios de ellos. Por ejemplo una perturbación (en sentido estadístico) derivada de una fuerte devaluación puede neutralizarse en el conjunto de inversiones si están diversificadas respecto de su exposición a ese factor de riesgo. Si el conjunto de activos no es homogéneo se apela a procedimientos estadísticos, analizando proyectos de inclusión forzosa por su riesgo aparente o por su magnitud relativa, sumados a otros que constituyan una muestra representativa - y eventualmente expandible - del resto. Pueden darse casos de activos cuyo principal factor de riesgo futuro puede ser además, la capacidad de interrupción de ese flujo (agotamiento de un acuífero, de una fuente de gas, etc.).

### **d) El entorno**

El análisis de entorno refiere a la evaluación de todos los factores futuros que, ajenos al o los activos subyacentes, pueden afectar su

---

<sup>8</sup> La diversificación puede medirse de varios modos según sea el caso: por producto, por ubicación geográfica, por mercado, por exposición a distintas monedas, etc.



desempeño. El mismo comprende el análisis prospectivo del *mercado*<sup>9</sup> en el que se insertan el o los activos subyacentes, así como su dependencia de *políticas públicas* y de la perspectiva de su mantenimiento. Junto al análisis de mercado y de políticas públicas se incluye una evaluación del impacto derivado de la *volatilidad macroeconómica*, de cambios en los precios relativos, - por ejemplo tipos de cambio, tasas de interés- en el nivel de actividad, de empleo, etc.

Supone, en particular para rubros alcanzados por políticas activas, ponderar su coherencia con todo el complejo de políticas públicas, para analizar la posibilidad de su mantenimiento. Un fondo de inversión basado en el mantenimiento de una traba sanitaria al comercio por ejemplo, aun si fuera sostenida por ley, no tendría muchas posibilidades de mantenimiento (podría ser el caso de alguna inversión vinculada por ejemplo a la avicultura). Recientemente están cobrando también mucha importancia el conjunto de regulaciones medioambientales que pueden imponer externalidades negativas a las distintas actividades.

Es posible que el análisis deba incluir más de un sector; de ser así se repiten las consideraciones de tipo estadístico ya mencionadas en el tratamiento del punto c.

Existe finalmente una especificidad que refiere a la estabilidad de las políticas públicas que pueden influir en el desempeño del instrumento en función de cambios normativos generales. Esto refiere por ejemplo a cambios tributarios, cambios en la normativa del mercado de valores y leyes específicas, etc.

---

<sup>9</sup> Nacional, regional o internacional.

## 5. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS

Los procedimientos operativos no difieren de lo establecido en “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados de un modo peculiar, para culminar el análisis en un puntaje que se equivale con una nota. Se presenta aquí un resumen de los procedimientos<sup>10</sup>.

El sistema de calificación de riesgo que desarrolla CARE se ejecuta en cuatro etapas. A continuación se hace una presentación de las mismas.

Se parte de la base, tal como fuera expuesto en la sección anterior, de reconocer que el riesgo asociado a un instrumento debe analizarse en cuatro **áreas** diferentes: el papel, la empresa administradora, los activos y flujos esperados, y el entorno.

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 administradora podrá existir riesgo asociado a **factores** tales como su organización, su desempeño en el pasado. A la vez la organización se evalúa a través de su naturaleza jurídica, la estructura de la toma de decisiones, etc.

Por su parte, el riesgo asociado a cada **factor** podrá ser juzgado o evaluado a la luz de diferentes **indicadores** cualitativos o cuantitativos. Continuando con el ejemplo del párrafo anterior, el riesgo asociado al **factor** denominado “estructura de la toma de decisiones” (dentro del **área** de la empresa) podrá ser evaluado a través de indicadores tales como la existencia de manuales de procedimientos, control interno, organigrama, 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 instrumento. 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 una de estas áreas se evalúa a partir de la consideración del riesgo de los diferentes **factores** que se definen en cada **área**. El riesgo en cada **factor** se evalúa 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

---

<sup>10</sup> Por más detalles véase “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”.

**factor** correspondiente a **cada** área, se establezca un puntaje global a través de un sistema de ponderación de indicadores, factores y áreas, que se recogen en una matriz. (Véase ejemplo de matriz en el “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”).

En 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 de acuerdo a la Tabla 1. 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.

Tabla 1: Escala básica de puntaje de indicadores según criterios excluyentes

<b>RIESGO</b>	<b>JUICIO</b>	<b>ESTADO</b>	<b>puntos</b>
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 es la que permite establecer puntajes comparables a indicadores de naturaleza muy diversa, cualitativos o cuantitativos, lo que hace posible su valoración a los efectos de la calificación.

En la tercera 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, lo que constituye una tarea primordial del comité. 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 2.

Tabla 2: Equivalencia entre puntaje global y calificación.

<b>Puntaje</b>	<b>Calificación</b>	<b>Explicación</b>	<b>Concepto</b>
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.*

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.

A partir del puntaje global se asigna una calificación según las equivalencias establecidas en la Tabla 2.

## 6. CALIFICACIONES

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

### CATEGORÍA AAA.uy (95 a 100 puntos)

Se trata de instrumentos que no presentan riesgo de inversión, ya que evidencian un destacable desempeño y la más alta capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan satisfacción plena a todos los análisis practicados. A criterio del comité calificador, se considera incluso que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en los activos y sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora 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 que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora 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 que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales

cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible 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 que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, 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. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora 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 que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**

#### CATEGORÍA B.uy (70 a 74.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo medio-alto para la inversión, dado que la calidad de los activos introduce sensibilidad significativa a variaciones en las condiciones económicas o de mercado;

alternativamente pueden detectarse en esta categoría algunas dudas sobre la capacidad de gestión de la administradora. Su capacidad de pago es menor que en las categorías anteriores. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, 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 los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora 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 que presentan actualmente riesgo alto para la inversión porque la calidad de sus activos ofrece dudas al comité calificador respecto de su desempeño futuro y por ende de su capacidad de pago. Pueden agregarse también problemas en la capacidad de gestión de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, así como las características del entorno, apenas satisfacen en conjunto los análisis practicados, con debilidades manifiestas en áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel alto el riesgo del instrumento ante cambios desfavorables previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora de manejarlos. **Grado especulativo alto.**

#### CATEGORÍA CC.uy (60 a 64.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan riesgo alto a muy alto para la inversión, con una capacidad inadecuada de pago en los términos acordados. Se encuentran debilidades importantes en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo, o moderadas en todas. El desempeño comprometido por el instrumento o por la administradora es probable que no se cumpla, ya sea por sus propias limitaciones o por el grado negativo de respuesta frente a los movimientos del mercado y de la economía en su conjunto. La conjunción de factores necesaria para que el desempeño sea el esperado, genera una probabilidad casi cierta de retardo en el cumplimiento o de pérdida. **Grado especulativo con riesgo alto a muy alto.**

#### CATEGORÍA C.uy (55 A 59.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan un riesgo muy alto para la inversión. Existe un muy elevado riesgo de incumplimiento, ya que la posibilidad de pago en las condiciones pactadas depende de factores cuya ocurrencia es muy poco probable. A juicio del comité calificador los cambios más previsibles en los activos y sus flujos y en el entorno aumentan considerablemente los riesgos de incumplimiento. El desempeño comprometido por el instrumento o por la administradora es altamente probable que no se cumpla, ya sea por sus propias limitaciones, o por el grado negativo de respuesta frente a los movimientos del mercado y de la economía en su conjunto. La cantidad y simultaneidad requerida de efectos positivos de todos los factores para lograr una calificación de riesgo menor, son de poca probable ocurrencia y en contrapartida aumenta considerablemente la expectativa de no pago en tiempo y forma. **Grado especulativo muy alto.**

#### CATEGORÍA D.uy (menos de 55 puntos)

Se trata de instrumentos que tienen un desempeño esperado y por ende una capacidad de pago inadecuados en las condiciones pactadas, debido a que es muy probable que incurran en incumplimientos. 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 como puede serlo la capacidad de gestión de la administradora. El papel, la condición de la administradora, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, o el análisis estratégico del entorno, confieren la más baja consideración del comité calificador. Esta categoría se aplicará también a todos aquellos instrumentos que se encuentren en mora en el cumplimiento de cualquier obligación. **Grado especulativo deficiente**

#### CATEGORÍA E.uy

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