

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

MANUAL DE CALIFICACIÓN DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA EMITIDOS BAJO EL RÉGIMEN DE EMISIÓN SIMPLIFICADA

Montevideo, Noviembre de 2017

2	I	INTRODUCCION, ANTECEDENTES
5	II	MARCO CONCEPTUAL y PRINCIPIOS BASICOS
6	III	LA SIMPLIFICACION POR CAPITULO
7	IV	LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS
9	V	LA ESCALA DE NOTAS

I. Introducción, antecedentes

Con fecha 21 de noviembre de 2016, y recogiendo una iniciativa del Banco Central, el Poder Ejecutivo dictó el decreto 365 que establece un régimen de emisiones simplificadas de valores de oferta pública para pequeñas y medianas empresas, cometiendo al BCU la reglamentación del funcionamiento de este régimen simplificado, que debía establecer condiciones tanto para los emisores como para los potenciales adquirentes de estos valores.

Con fecha 20 de julio de 2017, por circular 2283, el BCU comunicó la resolución de la Superintendencia de Servicios Financieros del 14 de julio que modificó las normas del mercado de valores en lo referente al “régimen de emisión simplificada” ratificando las propuestas de modificación planteadas en consulta pública, referidas a exigencias de gobierno corporativo de los emisores, a las características de los inversores, y al monto de las ventas anuales de las empresas para poder emitir en el régimen mencionado. Dicho monto de ventas anuales se planteó debería estar comprendido entre 2 y 75 millones de UI para cada uno de los dos ejercicios anteriores.

Por otra parte, en el art. 3 del mencionado decreto 365 se estableció que las calificadoras de riesgo podrán desarrollar metodologías específicas para las emisiones que se realicen bajo este nuevo régimen. Al amparo de estas disposiciones es que se realiza el presente manual, el cual deberá tomarse en conjunto con aquel del que deriva: el “Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresas”.

CARE entiende que bajo ciertas condiciones que se detallarán, también puede establecerse un régimen simplificado de calificación para emisiones de empresas, con un límite acotado y para inversores calificados. Estas emisiones referirán a títulos de renta fija emitidos directamente por empresas.

Cabe subrayar que la calificación de riesgo no constituye una recomendación de compra o de venta sino la presentación del juicio de un comité 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 del repago de los títulos, tienen los miembros designados por CARE para integrar el comité 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 estados contables de acuerdo a los procedimientos contables y/o operativos utilizados en su elaboración, 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”, del cual éste deriva, 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 cualitativos y cuantitativos a una matriz que adiciona promedios ponderados, se llega a la nota final.

II. Marco Conceptual y Principios Básicos

El marco conceptual en el que se desarrolla el procedimiento de calificación de emisiones simplificadas implica el ejercicio de 4 principios básicos:

- 1. Transparencia.** El mismo implica detallar con precisión cuáles análisis de los manuales originales son realizados por la calificadora, con qué alcance, y cuáles son tomados de otras fuentes.
- 2. El límite de monto.** Significa restringir estrictamente el proceso simplificado a las condiciones establecidas por el regulador y controladas por los intermediarios de valores y las respectivas bolsas, quienes en su caso notificarán a CARE del cumplimiento de las mismas.
- 3. El foco en el activo subyacente y el flujo de fondos.** Este capítulo de los manuales originales no estará sujeto a simplificación alguna.
- 4. La reserva de decisión de la calificadora.** Aún cumpliéndose las condiciones establecidas por el regulador para este tipo de emisiones, CARE se reserva el derecho de no incluir sus calificaciones en este procedimiento, en casos en los que la calidad de la información a su juicio así lo determine, según se verá más adelante en los procedimientos que se detallarán.

La calificación de emisiones simplificadas cuyo proceso se describirá constituye como toda calificación 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 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 implícito¹; y todo ello en función del objetivo original del instrumento analizado.

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

- a) el "papel" o instrumento financiero, sus contratos, garantías, etc.
- b) la empresa, en este caso la emisora.
- 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 empresa emisora.

¹. Tasa Interna de Retorno

III. La simplificación por capítulo

A continuación se describe la simplificación según los capítulos de la calificación:

- a) Sobre el riesgo jurídico de estructura.** En el capítulo que genéricamente se llama “el papel”, se analiza entre otros el llamado riesgo jurídico de estructura, que comprende el análisis de las contingencias objetivas, las subjetivas, todos los contratos involucrados, la información de registros si corresponde, prospecto, contratos de sociedad, contratos secundarios, comprobación de la condición del art. 16.4, garantías si corresponde, etc. Busca evitar el riesgo de conflictos que desde lo jurídico pudieran afectar la creación financiera, y deben cumplir con todas las exigencias normativas. Este punto se resuelve con un informe jurídico de la calificadora. Pero puede evitarse si ocurrieran una de dos situaciones. La primera es que todos los contratos respondieran a modelos proporcionados por el regulador. Pero también puede ocurrir que el emisor disponga además de un informe jurídico independiente que resultara adecuado a juicio de CARE. Se debe tratar en cualquier caso de estructuras comunes, de aproximación jurídica sencilla.
- b) Sobre la empresa.** Cuando se trata de una empresa que emite, por ejemplo Obligaciones Negociables, la forma de simplificar el análisis contable, y en especial la propia gestión detallada de la empresa, es establecer normas objetivas que excluyan desde la información contable, o desde la condición crediticia, a algunas emisoras que no cumplieran determinados parámetros necesarios para la certeza de la calificadora². Siempre se debe tratar de empresas con una función de producción sencilla a juicio de la calificadora, de tal forma de no tener que introducirse en el análisis detallado de toda su gestión.
- c) Sobre el activo subyacente y del flujo esperado de fondos.** El tercer capítulo lo compone el análisis del activo subyacente y del flujo esperado de fondos en el período, análisis financiero, de supuestos de proyecciones, sensibilizaciones, etc. En este caso hay que remitirse al capítulo correspondiente del Manual de Calificación de títulos emitidos por empresas ya que no se modifica para este manual.
- d) Sobre el “entorno”.** El cuarto capítulo es el del “entorno”, es decir los factores ajenos a la empresa que incorporan elementos a favor o en contra desde fuera de ella. Típicamente son el mercado y las políticas públicas; o más precisamente el riesgo sectorial y el riesgo político. En este caso las emisiones simplificadas se pueden beneficiar del hecho que CARE dispone regularmente de estudios sectoriales de varios rubros tales como inmobiliario urbano, inmobiliario rural, agrícola de secano, arroz, lechería, agricultura de riego, forestal, aerogeneración, salud, lanas, turismo. Si hubiera que calificar emisiones simplificadas referidas a estos sectores, ellas se podrían beneficiar del background de la calificadora.

². Por ejemplo tres años de resultado operativo positivo

IV. Procedimientos operativos

Los procedimientos operativos no difieren de lo establecido en el “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 procedimientos³.

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, 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, sus estados contables, etc.

Por su parte, el riesgo asociado a cada factor podrá ser juzgado o evaluado a la luz de diferentes indicadores cualitativos o cuantitativos. En el caso del activo subyacente y el flujo futuro de fondos se refiere por ejemplo a la tasa interna de retorno, a las sensibilizaciones, etc.

Por tanto, la primera 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, que se corresponden con otros tantos capítulos del informe que acompaña al dictamen.

.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, que se recogen en una matriz. (Véase ejemplo de matriz en el “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”).

A título de ejemplo se adjunta 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.

³. Por más detalles véase “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas”.

Tabla 1: 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 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 el capítulo siguiente en la Tabla 2.

V. El Dictamen, la escala de notas y el cambio de la empresa

El dictamen final, que en los casos comunes solo expresa la nota y su descripción conforme a los manuales respectivos, deberá subrayar para cada capítulo en qué casos utilizó evaluaciones propias y en cuál se benefició de otras.

Por este motivo y dado que en algunos capítulos los análisis no tienen las características convencionales, la escala de notas se propone tenga menos categorías tal como se plantea en la tabla 2.

Puntaje(1)	Nota (2)	Explicación	Concepto
95 a 100	AAA	Grado inversor mayor	Riesgo mínimo
80 a 95	BBB	Grado inversor	Riesgo bajo
65 a 80	BB	Grado especulativo	Riesgo medio
60 a 65	CC	Grado especulativo mayor	Riesgo alto
	D	Défault	
	E	Sin información	

(1) Puede apreciarse que el mayor rango de puntajes cae en solo dos notas.

(2) Podrá acompañarse de los signos + o - indicando perspectiva de evolución hacia el escalón siguiente

La explicación y concepto de las notas se corresponde en el puntaje, con las referidas en el manual del que deriva éste. Pero en este caso se ha simplificado toda la escala, **que con mayor frecuencia caerá en dos notas: grado inversor y grado especulativo.**

Cabe aclarar cómo se ajustaría la escala de notas, o cuál sería su equivalencia, si durante el período de vigencia de la emisión la empresa perdiera la condición que hace posible la calificación bajo este régimen. En este caso la emisión conservaría su nota, -ya que guarda equivalencia con la del régimen común- hasta la siguiente actualización. Llegado este momento la calificación retomará el uso del manual original, completando los requisitos del mismo que correspondiera.

Montevideo, noviembre de 2017.