

Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

TABLA DE CONTENIDOS

1. CONSIDERACIONES GENERALES	3
2. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN	5
3. MARCO CONCEPTUAL	6
4. LA CALIFICACIÓN	7
a) El papel o instrumento financiero	
b) La administración, la entidad fiduciaria	
c) El activo subyacente y el flujo futuro de fondos	
d) El entorno	
5. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS	12
6. CALIFICACIONES	15

1. CONSIDERACIONES GENERALES

Este “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales” debe considerarse como un caso especial del llamado “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros”, oportunamente registrado por CARE.

En aquel manual se presentan las especificidades que refieren a la calificación de riesgo de finanzas estructuradas 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.

En este caso particular se incluyen algunas disposiciones específicas para la calificación de títulos emitidos por fideicomisos, para el caso en el que el fideicomitente sea un gobierno local¹. La extensión de este caso vuelve pertinente detallar algunos puntos específicos en el juicio de la calificadora.

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 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”, y especialmente del “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas

¹ En Uruguay, intendencia departamental

Administradas por Terceros” 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.

. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN

La evaluación se realiza sobre el análisis de información pública así como la proporcionada para este caso por la propia intendencia municipal. 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 las autoridades departamentales, su Gerencia Financiera, su Gerencia de Obras si fuera el caso, etc.

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). Por otra parte, constituyendo la calificación de riesgo un proceso continuo, importa la comunicación de hechos relevantes, aunque no coincidan con fechas de actualizaciones previstas, en cuyo caso se los deberá proveer a la Calificadora por la Intendencia y/o la Fiduciaria en su caso.

La información requerida incluye todo lo mencionado en general en el “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros” aplicable a este caso. Por ejemplo contratos de fideicomiso, notificaciones de cesiones de créditos y derechos, así como prospecto informativo, contratos de entidad representante y de entidad registrante, en los casos que corresponda.

Pero se agrega para este caso en el que el fideicomitente es una intendencia departamental, información adicional en función de su especificidad, requiriéndose adicionalmente:

- presupuesto quinquenal o en su caso proyección pasiva del mismo;
- prospecto si aplica y contratos;
- destino de los fondos a obtenerse en la emisión;
- última rendición de cuentas;
- detalle de todos los compromisos financieros que suponen cesión de ingresos;
- documentación referida a cesión de ingresos;
- resolución del Intendente disponiendo la constitución del fideicomiso;
- intervención de la Junta Departamental;
- intervención del Tribunal de Cuentas.

El alcance de estas intervenciones (Junta Departamental y Tribunal de Cuentas se explica más adelante en el punto correspondiente)

En relación a la información presupuestal:

- ❖ la misma debe presentarse abierta en lo que refiere a los ingresos, entre aquellos de origen nacional y municipal, y en particular se debe indicar aquellos ingresos condicionados por afectaciones previas, de forma de poder determinar los de libre disponibilidad; y en el caso de los egresos los mismos deben incluir una apertura entre inversiones y gastos de funcionamiento, y para estos una división entre personales, no personales y Junta Departamental. Asimismo la recaudación debe incluir información acerca de la participación que en la misma tiene la cobranza

descentralizada según fuentes de percepción: redes de cobranzas, fideicomiso Sucive, o análogos.

3. MARCO CONCEPTUAL

La calificación cuyo proceso se describe, similar al del “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros” del cual es una variante, 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 implícito²; y todo ello en función del objetivo original del instrumento analizado.

El proceso que se va a describir se refiere a emisiones que en términos estilizados se pueden agrupar en dos categorías: (I) emisiones que suponen una reestructuración de pasivos o generación de capital de trabajo, y (II) emisiones que suponen la realización de obras departamentales.

La metodología con algunas diferencias aplica a ambos casos.

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 administración**, en este caso la fiduciaria. Eventualmente, cuando el fideicomiso se vincule con algunos terceros que deban ejecutar obras (por ejemplo constructoras), el análisis de la administración del fiduciario se podrá extender al contralor de cumplimiento de las obligaciones contraídas por esos terceros, con el alcance dado en el punto **b II**³.
- c) **el activo subyacente y el flujo futuro de fondos** que da lugar al instrumento, es decir el destino de los fondos provenientes de la securitización de los ingresos departamentales futuros, y el nuevo flujo de fondos derivado de la construcción financiera.
- d) **el entorno** de mercados y políticas públicas que pueden afectar el éxito del instrumento, o más propiamente el riesgo político involucrado.

² Tasa Interna de Retorno

³ Este punto refiere a las características y responsabilidad de CARE en las inspecciones de obras.

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 por ejemplo 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. En definitiva este *riesgo jurídico de estructura* refiere a los defectos que desde el punto de vista jurídico pudieran afectar la construcción financiera. En este caso en el que el fideicomitente es una intendencia municipal, el estudio del riesgo jurídico se concreta además en lo que sigue:

- Respecto de las mayorías requeridas en la votación de la Junta Departamental, y existiendo fundamentos para sostener por parte de algunos – por ejemplo el Tribunal de Cuentas- que el art 301 inc.2 de la Constitución prevalece sobre la interpretación que otros le dan al art. 3 de la ley 17703, dado que existe esta discrepancia, la calificación de grado inversor solo ocurrirá como condición excluyente cuando, de tratarse de obligaciones que trascendieran el período de la administración que fideicomite, **se alcancen los dos tercios de votos conformes de la junta departamental**. Cuando la obligación no trascienda dicho período, alcanzará con la mayoría absoluta de la Junta Departamental.
- Por razones que se aclaran más adelante sobre el análisis de los flujos futuros, las intendencias departamentales deben incluir la obligación de proporcionar a la calificadora, durante el período de vigencia de la calificación, la información sobre todo compromiso financiero incurrido que suponga cesión de ingresos futuros.

b) La administración, la fiduciaria

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. Lo mencionado anteriormente, tomado del “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por terceros”, introduce el tema

de la idoneidad de los administradores, tanto sociedades administradoras de fondos de inversión como empresas fiduciarias, como genéricamente las operadoras del negocio que da sentido al fideicomiso. Luego detalla la información relevada, lo que en el caso de esta manual carece de sentido ya que siempre intervendrá un fiduciario financiero registrado en el Banco Central. En este caso por tanto la información recorre entre otros aspectos: inscripción correspondiente, experiencia en la administración de productos análogos, idoneidad para la función, cumplimiento de disposiciones de gobierno corporativo, número de fideicomisos administrados, actualidad de la información pública referida a los estados contables de los fideicomisos, contratación de profesionales para verificar aspectos técnicos, descripción del staff encargado, etc.

El análisis económico financiero de la empresa fiduciaria 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, 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.

Corresponde señalar el seguimiento de la administración que realiza CARE, según los objetivos señalados para el fideicomiso a saber: el pago de deudas o la realización de obra pública.

- (I) **En el caso de pago de deudas**, el seguimiento discurre esencialmente a través del propio balance del fideicomiso, tanto anual como semestral con informes de revisión limitada. Se podrá exigir documentación formal que avale el acuerdo con acreedores.
- (II) **En cambio cuando se trata de la realización de obras**, si bien la realización de las mismas no se vincula con el repago de los títulos, y tal como se informa en cada caso a los titulares a través de la fiduciaria, CARE analiza la realización de las obras comprometidas y compone su opinión respecto al cumplimiento del alcance del art. 3 de la Ley 17703, que determina el destino general de obra pública para los fondos en ese caso. Este punto de vista lo forma la calificadora a través de declaraciones de buena fe, de la información que le proporciona la fiduciaria sobre la expedición de certificados de obras, de la evaluación de la propia intendencia y, eventualmente, por medio de visitas que ayudan a conformar esa opinión. Estas visitas a las obras departamentales no constituyen una obligación, y no suponen ni un peritaje, ni una auditoría de gestión, sino un elemento más para analizar el riesgo jurídico de estructura en que se incurre, si los fondos no cumplieran en términos generales con lo establecido en la mencionada ley en su artículo 3. En el caso de la realización de estos análisis in situ, se entrega una información al fiduciario sobre el exacto alcance del análisis en términos de la responsabilidad de la calificadora.

c) El activo subyacente y el flujo futuro de fondos

I. El activo subyacente

En el caso del presente manual el activo subyacente es la cesión de la cobranza de tributos. Por tanto el análisis del activo subyacente es sobre todo jurídico a partir de los contratos. Se refiere a los **aspectos subjetivos** de la estructura del fideicomiso, esto es a la comprobación de la capacidad, legitimación, poder normativo negocial y demás requisitos formales que el ordenamiento jurídico impone a los sujetos constituyentes, fideicomitente y fiduciario. Y se refiere también a los **aspectos objetivos** estructurales del negocio fiduciario que emergen de los plexos convencionales y que delimitan el diseño de los compromisos que asumen los constituyentes.

Por ejemplo:

- a) el sistema de recaudación de tributos departamentales a partir de los contratos celebrados por la Intendencia con los agentes de recaudación;
- b) la eficacia de la tradición de los créditos cedidos para la canalización de la recaudación hacia el fiduciario y su eventual incidencia en los patrimonios afectados al pago de compromisos anteriores;
- c) el mecanismo y condiciones de pago de las obras departamentales de acuerdo a su proyecto ejecutivo si corresponde y
- d) la actuación de los titulares a través de las asambleas, sus competencias y atribuciones.

II. El flujo futuro de fondos

Como una forma de ayudar a componer el juicio sobre el flujo futuro de fondos, se deberá proporcionar/ recoger información histórica sobre el resultado acumulado de ejercicios anteriores, en particular a través de las correspondientes Rendiciones de Cuentas.

El fideicomitente debe presentar un flujo de fondos para el plazo del fideicomiso en el cual deberá aclarar todos sus supuestos de ingresos y egresos, y con una apertura que deberá distinguir en lo que refiere a los ingresos, entre aquellos de origen nacional y municipal, precisando en su caso aquellos no disponibles por estar condicionados por afectaciones previas; y en el caso de los egresos los mismos deben incluir una apertura entre inversiones y gastos de funcionamiento, y para estos una división entre personales, no personales, y los correspondientes a la Junta Departamental. Asimismo la recaudación debe incluir información acerca de la participación que en la misma tiene la cobranza descentralizada según fuentes de percepción: redes de cobranzas, fideicomiso Sucive, o análogos.

III. El análisis de sensibilidad y la cuestión del “rubro cero”

CARE ha entendido que el análisis de sensibilidad a que se somete el flujo futuro de fondos debe incluir algunas determinaciones peculiares de la gestión municipal. En el caso de los ingresos y dentro del período de la gestión municipal, los mismos, con la apertura mencionada en el Capítulo 2, serán los del presupuesto; y si el plazo excediera al final de la gestión, ellos serán los de su proyección pasiva. Para el caso de los egresos, los mismos deben incluir no solo los convencionales, sino una hipótesis acerca de las deudas vencidas por ejemplo con proveedores, así como de modo especial todas aquellas que suponen algún tipo de cesión de ingresos, ya sea de tributos como de partidas del Gobierno Central. Se pondrá especial cuidado en este aspecto (todas las deudas que supongan cesión de ingresos), no solo para establecer las correspondientes relaciones, sino especialmente para analizar adecuadamente el desempeño

económico futuro. Como CARE, en ocasión de cada actualización de la calificación revisará todas las cesiones, la intendencia fideicomitente se obligará a notificar a CARE a través de la fiduciaria de cualquier cesión de cobranzas que se contrajera con posterioridad a la celebración del fideicomiso cuya emisión se califica, aún en el caso que el cobro de éste tenga prelación sobre los sucesivos⁴.

En cada caso el grado inversor solo procederá cuando los ingresos totales proyectados, abatidos en alguna circunstancia de severo stress⁵, resultaran suficientes para pagar las obligaciones del fideicomiso y de todas las cesiones de ingresos sin importar su prelación, y de modo suficiente como para hacer frente **como mínimo** al llamado “rubro cero”, esto es atender las remuneraciones personales, aunque estas fueran posteriores al repago de las obligaciones. **En definitiva, los ingresos de libre disponibilidad estresados, deberán ser como mínimo suficientes como para pagar el rubro cero.** Esto último sobre todo en función de las tensiones sociales que se generarían toda vez que pagadas las emisiones, el resto de los ingresos no alcanzara para pagar **como mínimo** las retribuciones personales. Esto haría crecer el riesgo político capaz de afectar la estructura.

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 desempeño. El mismo comprende el análisis prospectivo del *mercado*⁶ 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* si corresponde, 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 sectoriales activas, ponderar su coherencia con todo el complejo de políticas públicas, para analizar la posibilidad de su mantenimiento. Existe finalmente para este caso de las intendencias departamentales 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.

Para el caso de este “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales”, el análisis de entorno tal como se refirió líneas arriba no aplica estrictamente, ya que posee especificidades que difieren de los conceptos recogidos, que aplican en general al “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros”.

En efecto en este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de

⁴ A modo de ejemplo, los contratos pueden establecer lo siguiente: *La Intendencia ... se obliga a informar por escrito a la Calificadora de Riesgo y/o al Fiduciario respecto de los nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (mutuos, descuento de créditos, fideicomisos, etc.) dentro de los diez días hábiles subsiguientes a su obtención o constitución a fin de su remisión a la empresa Calificadora de Riesgo.*

⁵ Por ejemplo la caída experimentada en los años 2002 y 2003.

⁶ Nacional, regional o internacional.

generarlos. No hay por tanto en principio un mercado a analizar ya que los flujos se generan por decisión política de la Intendencia Departamental, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

En consecuencia no corresponde en principio el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

Destaca en cambio *el riesgo político*, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte corresponde juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o departamentales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit en el presupuesto departamental difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

En definitiva se trata de evaluar la probabilidad de que ante – por ejemplo- un severa recesión económica con merma igualmente severa en la recaudación de los tributos cedidos, se pusiera en marcha una nueva norma de efectos retroactivos que hiciera caer las cesiones, el propio contrato, probablemente la legislación sobre fideicomisos, etcétera.

Vinculado al riesgo político está eventualmente la mayor o menor dependencia que tienen los Intendencias Departamentales respecto del presupuesto nacional. Por ello es importante desglosar los ingresos según su origen sea departamental o nacional. Si bien la evidencia no permite distinguir con claridad un riesgo diferente en las Intendencias según su composición de ingresos -nacional o propio- este aspecto será monitoreado en cada ocasión.

5. PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS

Los procedimientos operativos no difieren de lo establecido en “Manual de Calificación de Títulos emitidos por empresas” ni del “Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros”. 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 procedimientos⁷.

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 administración, 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 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**.

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 **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”).

⁷ Por más detalles véase “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

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 la Tabla 2.

Tabla 2: Equivalencia entre puntaje global y calificación.

Puntaje	Calificación	Explicación	Concepto
95-100	AAA	Grado de inversión óptima	Riesgo mínimo
90-94.9	AA	Grado de inversión óptima con observaciones	Riesgo escaso
85-89.9	A	Grado de inversión con observaciones	Riesgo bajo
80-84.9	BBB	Grado de inversión mínimo	Riesgo medio bajo
75-79.9	BB	Grado especulativo medio	Riesgo medio
70-74.9	B	Grado especulativo medio-alto	Riesgo medio-alto
65-69.9	CCC	Grado especulativo alto	Riesgo alto
60-64.9	CC	Grado especulativo alto-muy alto	Riesgo alto-muy alto
55-59.9	C	Grado especulativo muy alto	Riesgo muy alto
menos de 55	D	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. Esta categorización es igual a la del Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

CATEGORÍA AAA (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 (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 (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 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 (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 (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 (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 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 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 (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 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 alta a muy alta, y apenas compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos. **Grado especulativo alto.**

CATEGORÍA CC (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 (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 previsible 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 poco probable ocurrencia y en contrapartida aumenta considerablemente la expectativa de no pago en tiempo y forma. **Grado especulativo muy alto.**

CATEGORÍA D (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

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.