
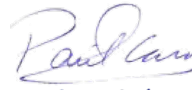



Fecha de emisión: Febrero 09, 2019	Vigencia: Febrero 14, 2019	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 1 de 10
---------------------------------------	-------------------------------	--------------------------	----------------	--------------------



## Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enriquez Jefe de Metodologías		Febrero 04, 2019
Revisado por	Paul Caro Dirección de Análisis		Febrero 09, 2019
Aprobado	Oscar Jasai Presidente Ejecutivo		Febrero 09, 2019

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 2/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

## Índice

<b>1. Objetivo .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Alcance.....</b>	<b>3</b>
<b>3. Definiciones .....</b>	<b>3</b>
<b>4. Condiciones básicas.....</b>	<b>3</b>
<b>5. Condiciones específicas .....</b>	<b>4</b>
Características de una economía para formar parte de una región .....	4
Homologación cuando el riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) son mayores en el país origen que en la región destino .....	5
Riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) menor en el país origen que en la región destino .....	5
Categorías de calificación .....	7
<b>6. Anexos: .....</b>	<b>8</b>
Anexo A: Algunos factores externos a la empresa comunes en la región.....	9
Anexo B: Curva de probabilidades de incumplimiento .....	10

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 3/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

## 1. Objetivo

Establecer los lineamientos y aspectos metodológicos que se requieren para otorgar una calificación regional, ya sea por zona geográfica o zona bajo acuerdo comercial como, por ejemplo, América Latina, Centro América, Alianza del Pacífico, Mercosur, etc.

## 2. Alcance

La calificación regional es una evaluación de la capacidad de pago como emisor o de un título valor de un emisor bajo una categoría de calificación que aplica a una determinada región. El propósito de una calificación regional es 1) promover el desarrollo del mercado de capitales en la región; 2) canalizar ahorro regional de inversionistas regionales; y 3) permitir comparar empresas regionales bajo una misma categoría de calificación, eliminando la confusión de diferentes calificaciones locales por país.

La evaluación de una compañía en una categoría de calificación regional comienza con la calificación de capacidad de pago del emisor o emisión como perfil individual<sup>1</sup> y se considera, de manera adicional, factores de riesgo externos a la empresa comunes en la región (FREC). Los valores de dichos factores son evaluados comparando las dimensiones del país origen de la calificación local con las de la región destino. Cuando el riesgo del país origen es mayor al riesgo de la región destino, la calificación local se ajusta a través de un análisis cuantitativo que compara las probabilidades de default del país origen con las de la región destino, caso contrario (riesgo del país origen menor al riesgo de la región destino) se toma la calificación local y se ajusta según el nivel de diferencia de los factores externos a la empresa comunes en la región.

En la actualidad muchos mercados buscan integrarse para ampliarse dando seguridad jurídica a sus potenciales inversionistas ante posibles situaciones económicas y políticas adversas reflejando así un menor riesgo, en la escala regional, de los instrumentos financieros negociados. Es de este modo que los fundamentos de riesgo de los emisores que integran un acuerdo común toman exclusiva relevancia y mitigan en mayor o menor medida el riesgo externo a los emisores. Los países que integran dichos acuerdos son fijos candidatos para formar una región y lo importante será determinar la efectividad del acuerdo aislando el riesgo común regional que está fuera del control de la empresa.

La calificación regional puede otorgarse en moneda local del país del emisor o moneda extranjera. La calificación en moneda local del mercado donde domicilia la empresa evaluada tiende a ser mayor que la de moneda extranjera puesto que puede beneficiarse de mecanismos de política económica como la emisión de moneda que mejora la capacidad de pago de las empresas que integran su mercado.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico [metodologias@ratingspcr.com](mailto:metodologias@ratingspcr.com).

## 3. Definiciones

### Emisor

Es la empresa que pone en circulación títulos valores. *E.i.: issuer*

### Sociedad calificada

Sociedad, empresa, compañía o institución financiera que requiere la calificación de su fortaleza (solventía) financiera. *E.i.: obligor*

### Solventía/fortaleza financiera

Capacidad para satisfacer las deudas contraídas; y por extensión, reconocimiento del público de la respetabilidad de una persona o sociedad en los negocios. También se aplica a los Estados en lo que respecta al pago de su deuda exterior. *E.i.: credit strength*

### Título valor

Es el documento expresivo de la tenencia de un derecho sobre una sociedad (acción, obligación) o sobre un deudor (deuda pública, papeles del tesoro, cheque). Puede ser título nominativo o título al portador. *E.i.: instrument, security, issue, money market instrument* (título valor de corto plazo)

## 4. Condiciones básicas

En general, el riesgo crediticio es la evaluación de la capacidad y voluntad de pago de un emisor o emisión de cumplir puntualmente con sus compromisos en cuanto a capital e intereses. Es importante resaltar que esta definición es la misma para un emisor privado o público en su mercado doméstico o en el mercado regional bajo evaluación.

La calificación se estructura sobre la evaluación de los fundamentos de riesgo de una compañía y factores de riesgo externos a la empresa comunes en la región (FREC). Los fundamentos de riesgo de la compañía analizada

<sup>1</sup>El soporte patrimonial que recibe la compañía se considera al final de la calificación en la escala regional.

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 4/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

son los mismos sin importar la región donde se coloquen sus valores, por lo que su calificación de riesgo local refleja adecuadamente el nivel de riesgo que asume, y será el mismo riesgo para un inversionista regional. Por su parte, los factores de riesgo externos a la empresa comunes en la región (FREC) afectan la calificación regional puesto que se considera que existen diferencias (tendencias, políticas, regulación o prácticas) en los distintos mercados en el mundo que tienen efectos diversos en cada región o que éstas se materializan en distintos periodos en cada región.

Adicionalmente, para los emisores o emisiones que presentan garantías específicas o estructuras de financiamiento que reducen el riesgo del instrumento y/o protegen al inversionista pueden, de manera absoluta, mejorar su calificación regional. En ese sentido, mientras más líquida y disponible la garantía para el inversionista regional mejor y si es externa a la empresa mejor aún.

Se utiliza una categoría de calificación específica para la región con la que se puedan establecer equivalencias con las categorías de riesgo local. Las empresas que potencialmente pueden presentar nivel de riesgo menor o equivalente a su propio soberano lograrán razonablemente calificaciones superiores en la categoría regional.

## 5. Condiciones específicas

En principio, las calificaciones de riesgo de PCR locales u otras que PCR considere confiables, constituyen indicadores directos para medir el riesgo en escala regional puesto que dicha calificación representará el perfil de riesgo individual del emisor o emisión. Sin embargo, PCR puede no aceptar calificaciones de riesgo de terceros. Asimismo, PCR se reserva el derecho de ajustar dichas calificaciones si en su criterio no reflejan adecuadamente el riesgo del emisor o de la emisión.

Se considera previamente la calificación de riesgo de largo plazo local otorgada por PCR o la de otra calificadora local. También se consideran las calificaciones de solvencia (fortaleza) financiera y deudas de corto plazo. Las calificaciones deben contar con una antigüedad máxima de 12 meses contados a partir de su fecha de emisión. Sin embargo, PCR podría limitar su utilidad si se cree o espera que la capacidad de pago de dicha entidad se ha o está por deteriorarse<sup>2</sup>.

Luego, cuando el riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) en el país origen son mayores que los de la región destino, la empresa evaluada reflejará menor capacidad de pago en la escala regional y por ende menor calificación que su local. Si, por el contrario, cuando el riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) en el país origen son menores a la región destino, la empresa podrá obtener mejor calificación que su calificación local en la escala regional dependiendo del nivel de diferencia entre los factores de riesgo externos comunes definidos para la región. En términos prácticos, si una empresa es grado de inversión en su mercado, lo será también en el mercado regional siempre que la diferencia en los factores de riesgo externos comunes para la región sea bajo.

Es preciso mencionar que se espera que los países que componen una determinada región presenten niveles de riesgo similares en los factores de riesgo externos a la empresa comunes en dicha región. Se considera positivo el establecimiento de acuerdos bilaterales, multilaterales, comerciales y de integración de los países integrantes, puesto que normalmente incluyen políticas y lineamientos que buscan equiparar las vulnerabilidades de los mercados.

### **Características de una economía para formar parte de una región**

Para determinar que economías forman parte de una región se debe identificar factores de riesgo externos a la empresa comunes en la región que podrían empeorar o mejorar, de manera relativa, la calificación de la empresa analizada en la escala regional. Por lo que se revisa las prácticas, usos y costumbres de dichas plazas (países integrantes) sobre todo en cuanto puedan afectar la puntual atención de las obligaciones contraídas por el emisor o hacerlas cumplir ante un incumplimiento como, por ejemplo:

- Conversión, transferencia de moneda y costos de transacción,
- Eficiencia de la regulación y entorno de políticas predecibles,
- Integración regional y expansión de estrategias de negocio exitosas,
- Integración con cadenas de valor y ambiente de negocio,
- Procedimientos para resolver controversias,
- Procedimientos para transferir utilidades,
- Honramiento y liquidación de garantías o avales,

<sup>2</sup>Las calificaciones de financiamiento estructurado u otras categorías diferentes a emisión de deuda, solvencia (fortaleza) financiera, son válidas sólo las otorgadas por PCR.

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 5/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

- Corrupción y regulaciones burocráticas excesivas,
- Apertura de la economía a los mercados internacionales,
- Tratamiento de la inversión extranjera directa y la repatriación de ingresos y dividendos,
- Factores políticos como sociales podrían ser considerados,
- La manera en que los países integrantes de la región pueden reaccionar si se enfrenta con shocks externos.

#### **Homologación cuando el riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) son mayores en el país origen que en la región destino**

La homologación comienza tomando una calificación de riesgo local de la persona jurídica del país de origen o del instrumento emitido. Luego se realiza un análisis cuantitativo en base a probabilidades de *default* que le correspondan al país origen y a la región destino.

El modelo parte de identificar una relación entre las calificaciones y las probabilidades de incumplimiento. Intuitivamente, entidades con mayor calificación de riesgo tienen menos probabilidades de incumplimiento. Es así como se expresa esta relación a través de un modelo exponencial linealizado:

$$Prob.Default = \beta_0 + \beta_1 * Calificación\ de\ riesgo + \varepsilon$$

Después de la estimación, se reconstruye la curva de probabilidades de incumplimiento eliminando los efectos de variabilidad extrema a través de una función exponencial. Una vez obtenida la nueva curva (suavizada<sup>3</sup>), se ubica las probabilidades de incumplimiento que corresponden al riesgo soberano de los países sujetos de homologación. Esta probabilidad se toma como punto base para volver a construir las calificaciones del país origen y/o región destino a través de un nuevo análisis de regresión.

Finalmente, se incorpora la calificación del título valor a homologar y se comparan las probabilidades de incumplimiento del país origen y región destino. La calificación homologada es seleccionada en función a la mínima diferencia de probabilidades de incumplimiento. Una menor diferencia indica mayores similitudes de tamaño y características propias del instrumento para ambos país y región.

Las probabilidades de incumplimiento se determinan a través del estudio de matrices de transición de crédito/incumplimiento elaboradas periódicamente por PCR, las que tienen carácter acumulativo, por país, región, sector o tipo de calificación. El resultado de la homologación puede variar según la fuente de las probabilidades. La diversidad de opciones permite contrastar la robustez de los resultados.

#### **Riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) menor en el país origen que en la región destino**

Cuando el riesgo de los factores externos a la empresa comunes en la región (FREC) son menores en el país origen que en la región destino, la calificación local sirve como ancla o base para medir el riesgo. Para un mercado integrado con adecuados acuerdos, el riesgo se considerará similar para todas las economías integrantes de la región.

La calificación ancla se ajusta considerando la dimensión del menor riesgo en país origen que la región destino. Por ejemplo, a criterio del comité de calificación, ante un riesgo de los factores comunes externos a la empresa en la región (FREC) en el país origen muchísimo menor al de la región destino, una calificación local BBB (país origen) podría ser relativamente mejor que BBB (región), pues se espera que cualquier inversionista regional tendrá menos dificultades para exigir un pago ante un incumplimiento, sino también percibirá el menor riesgo de los factores externos a la empresa en el país origen, como por ejemplo, disponibilidad para recibir las transferencias periódicas por el pago de los cupones o dividendos.

<sup>3</sup>Para el análisis de probabilidades de *default* se deben seguir los lineamientos establecidos en la metodología para homologar calificación.

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 6/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

Por tanto, los fundamentos de riesgo de la empresa se mantienen ante un riesgo menor en el país origen que en la región y se puede considerar un ajuste a la calificación cuando la diferencia del riesgo es significativa. Sin embargo, este ajuste es a criterio del equipo del comité de calificación y no es obligatorio. Esta diferencia puede ser alta, media o baja y podrá incrementar la calificación de riesgo de los valores entre +/- 0 y 3 *notches* (niveles) con respecto a la calificación local, a criterio del comité de calificación.

La diferencia de riesgo de los factores externos a la empresa comunes definidos en el país origen es mucho menor al riesgo en la región destino.	Alta	Entre 2 a 3 <i>notches</i> (niveles) más que la calificación ancla
La diferencia de riesgo de los factores externos a la empresa comunes definidos en el país origen es menor al riesgo en la región destino.	Media	Entre 1 a 2 <i>notches</i> (niveles) más que la calificación ancla
La diferencia de riesgo de los factores externos a la empresa comunes definidos en el país origen es similar al riesgo en la región destino.	Baja	Igual a la calificación ancla

Finalmente, se consideran las garantías específicas o aquellas estructuras de financiamiento más complejas adicionales según cada caso, considerando también los factores externos que afecten a éstas.

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 7/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

### **Categorías de calificación**

- Emisiones de corto plazo (CP)<sup>4</sup>

Nivel alto	1+	Valores con la más alta certeza de pago oportuno. El deudor presenta una liquidez a corto plazo, factores de operación y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.
	1	Valores con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección del deudor son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.
	1-	Valores con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez del deudor es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son pequeños.
Bueno	2	Valores con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del deudor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Satisfactorio	3	La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que el valor sea calificado como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores y sujetos a variaciones.
No califica para inversión	4	Valores con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.
Incumplimiento	5	Valores donde se ha incumplido con las condiciones de pago.
	E	Corresponde a aquellos valores que no poseen información suficiente o ésta no es representativa. Esta escala no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías 2 y 3 inclusive.

Adicionalmente, las escalas regionales serán identificadas añadiendo el prefijo "RE" y como sufijo un distintivo adicional entre paréntesis para identificar la región específica, por ejemplo, RE1+ (MILA).

<sup>4</sup>En PCR se tiene establecidos código para cada categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de corto plazo (CP) es PCR-MET-P-510.

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP)<sup>5</sup>

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive.

Adicionalmente, las escalas regionales serán identificadas añadiendo el prefijo "RE" y como sufijo un distintivo adicional entre paréntesis para identificar la región específica, por ejemplo, REAA- (LATAM).

## 6. Anexos:

Anexo A: Algunos factores de riesgo externos a la empresa comunes en la región

Anexo B: Curva de probabilidades de incumplimiento

<sup>5</sup> El código para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

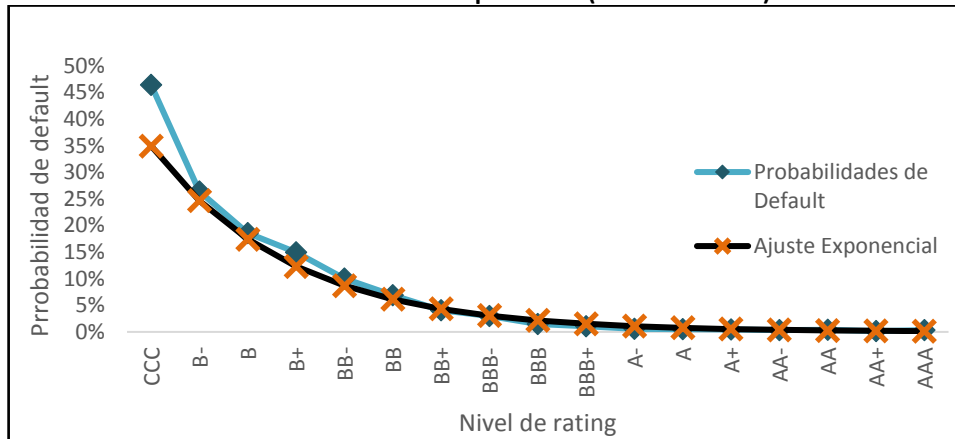
Título: Metodología de calificación de riesgo de emisores y emisiones en escala regional	Código: PCR-MET-P-112	Versión: 01	Página: 9/10
---	--------------------------	----------------	-----------------

### **Anexo A: Algunos factores externos a la empresa comunes en la región**

<b>Dimensión de riesgo / Variables</b>	<b>Definiciones</b>
<b>Regulación y política económica</b>	
Conversión, transferencia de moneda y costos de transacción,	Se refiere a las restricciones y/o limitaciones en el ingreso o salida de flujos de capitales. En los casos en que no existan medios de conversión y transferencia de monedas, el nivel de riesgo de un instrumento extranjero se incrementa debido a la incertidumbre del repago de la deuda.
Eficiencia de la regulación y entorno de políticas predecibles	Toma en cuenta el marco regulatorio y su interés en la aplicación de reformas que faciliten el clima de inversiones y disminuyan las barreras. En los países cuyo gobierno no ha mostrado interés en la apertura económica, el nivel de riesgo de los instrumentos extranjeros de deuda tiende a incrementarse hasta alcanzar al riesgo soberano.
<b>Integración y desarrollo regional</b>	
Integración regional y expansión de estrategias de negocio exitosas	Toma en cuenta las políticas de integración económica que buscan la eliminación de barreras entre los países que conforman una región y la facilidad de expandir compañías al extranjero utilizando las mismas estrategias de éxito comercial. En la medida que existan políticas proteccionistas y un conjunto de estrategias de expansión poco efectivas, el nivel de riesgo de riesgo será alto.
Integración con cadenas de valor y ambiente de negocio	Tiene en consideración la ausencia de infraestructura y mecanismos logísticos que faciliten las operaciones financieras sin generar elevados costos de transacción. En caso se existan o se promuevan los medios que incentiven la actividad financiera el nivel de riesgo de las obligaciones disminuirá.
<b>Aspectos del entorno societario</b>	
Procedimientos para resolver controversias comerciales	Analiza el número de procedimientos para arbitrar controversias comerciales nacionales e internacionales. Un sistema eficaz mantiene un número reducido de mecanismos para resolver conflictos comerciales e influye en la reducción del nivel de riesgo.
Procedimientos para transferir utilidades	Se evalúa el número de trámites que se realizan para transferir utilidades a nivel local e internacional. Mientras que el total de procesos sea reducido, habrá facilidades para trasladar flujos de efectivo e instrumentos de deuda disminuyendo el nivel de riesgo.
Corrupción y regulaciones burocráticas excesivas	La corrupción es percibida como el principal impedimento en las actividades de negocios y el exceso de trámites administrativos regulatorios suele relacionarse con índices elevados corrupción. En conjunto, la existencia y presencia de ambos acrecienta la incertidumbre y disminuye la confianza en el sistema legal intensificando los niveles de riesgo.

**Anexo B: Curva de probabilidades de incumplimiento**

**Probabilidades de incumplimiento (curva simulada)**



Calificación	Probabilidades de <i>default</i>	Ajuste exponencial (Suavizada)
AAA	0.35%	0.13%
AA+	0.16%	0.19%
AA	0.37%	0.27%
AA-	0.35%	0.38%
A+	0.47%	0.54%
A	0.51%	0.76%
A-	0.60%	1.08%
BBB+	1.08%	1.52%
BBB	1.47%	2.16%
BBB-	3.01%	3.06%
BB+	4.08%	4.33%
BB	6.87%	6.13%
BB-	10.01%	8.68%
B+	14.98%	12.30%
B	18.57%	17.42%
B-	26.42%	24.67%
CCC	46.42%	34.95%
D	100.00%	100.00%

Las probabilidades incluidas son referenciales, es decir, pueden cambiar.