



---

**MANUAL DE PROCEDIMIENTOS  
DE CALIFICACION  
DE EMPRESAS**

---

**Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo**

**Octubre 2005**

[www.fitchratings.com.uy](http://www.fitchratings.com.uy)

## INDICE

---

### INTRODUCCION

Tipos de calificación contemplados por este manual

### CATEGORIAS DE CALIFICACIÓN NACIONAL

Calificaciones Nacionales de Largo Plazo

Calificaciones Nacionales de Corto Plazo

### I. SUFICIENCIA DE LA INFORMACIÓN

### II. CALIFICACION DEL EMISOR

#### 1. FACTORES CUALITATIVOS

- 1.1. Riesgo del Sector
- 1.2. Posición Competitiva
- 1.3. Administración y Calidad de los Accionistas

#### 2. FACTORES CUANTITATIVOS

- 2.1. Rentabilidad
- 2.2. Flujo de Fondos
- 2.3. Endeudamiento y Estructura de Capital
  - 2.3.a. *Indicadores de Deuda*
  - 2.3.b. *Indicadores de Cobertura*
- 2.4. Fondeo y Flexibilidad Financiera

### III. CALIFICACION DEL INSTRUMENTO

- A) INSTRUMENTOS GARANTIZADOS
- B) INSTRUMENTOS NO GARANTIZADOS (DEUDA SENIOR UNSECURED)
- C) INSTRUMENTOS SUBORDINADOS

### IV. CALIFICACION DE ACCIONES

### V. LISTADO DE INFORMACION

## INTRODUCCION

El proceso de calificación de riesgo de empresas, de acuerdo a la presente Metodología, consta de dos Capítulos Generales: “Calificación del Emisor” y “Calificación del Instrumento”. La Calificación del Emisor determina la capacidad de la entidad de hacer frente a sus obligaciones teniendo en cuenta sus antecedentes, situación actual y perspectivas futuras. Una vez obtenida la Calificación del Emisor se otorga, si corresponde, la Calificación del Instrumento de acuerdo a las condiciones específicas del mismo. Esta Metodología también contempla la asignación de Calificaciones de Corto Plazo y Calificaciones de Largo Plazo, según corresponda, tanto al Emisor como al Instrumento.

	<b>Calificación del Emisor (o calificación genérica)</b>	<b>Calificación del Instrumento (o de la Emisión)</b>
<b>Calificación de Largo Plazo</b>	Corresponde a la calificación de la capacidad de pago de los compromisos asumidos por el emisor a más de un año de plazo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Títulos de deuda públicos o privados, con o sin oferta pública.</li> <li>◇ Deuda Preferida</li> <li>◇ Deuda Convertible</li> <li>◇ Deuda Garantizada</li> <li>◇ Deuda con Condiciones Especiales de Emisión</li> </ul>
<b>Calificación de Corto Plazo</b>	Corresponde a la calificación de la capacidad de pago de los compromisos asumidos por el emisor de plazo inferior al año.	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Deuda Subordinada</li> <li>◇ Préstamos Bancarios</li> </ul>



## **CATEGORIAS DE CALIFICACIÓN NACIONAL**

La escala de calificaciones nacionales provee una medida relativa de la calidad crediticia de emisores o instrumentos dentro de un país determinado. Bajo esta escala en caso de identificar la existencia de la calificación nacional de largo plazo 'AAA', la misma se asignaría al mejor riesgo relativo dentro del país. Es importante destacar que no necesariamente debe haber calificaciones 'AAA', dado que se puede determinar que los riesgos sistémicos no permiten la asignación de la máxima calificación dentro de un sector determinado.

La escala nacional de calificaciones es un ranking de los grados de riesgo percibidos relativamente respecto del mejor riesgo identificado en ese país. Las calificaciones nacionales excluyen el efecto del riesgo soberano y del riesgo de transferencia y excluyen la posibilidad de que los inversores puedan repatriar los montos pendientes de intereses y capital. Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, como ser "AAA(uy)" para las calificaciones nacionales dentro de Uruguay.

### **Calificaciones Nacionales de Largo Plazo**

---

#### **AAA(uy)**

"AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por Fitch Uruguay en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

#### **AA(uy)**

"AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

#### **A(uy)**

"A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

#### **BBB(uy)**

"BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

# FitchRatings

## **BB(uy)**

“BB” nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

## **B(uy)**

“B” nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

## **CCC (uy)**

“CCC” nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

## **CC (uy)**

“CC” nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Existe alta probabilidad de incumplimiento y la capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible del entorno económico y de negocios.

## **C (uy)**

“C” nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Es inminente el incumplimiento a menos que el entorno económico y de negocios se desarrolle en forma favorable y sostenida.

## **D(uy)**

“D” nacional se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.

## **E(uy)**

“E” nacional se asigna a emisiones o emisores que, ante reiterados pedidos de la calificadoradora, no presentan información válida y representativa.

## Calificaciones Nacionales de Corto Plazo

---

### **F1(uy)**

Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de Fitch Uruguay, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

### **F2(uy)**

Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

### **F3(uy)**

Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

### **B(uy)**

Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

### **C(uy)**

Indica una alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones dentro del mismo país. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende del desarrollo favorable y sostenido del ambiente económico y operativo.

### **D(uy)**

Indica que el incumplimiento es inminente o ya ha ocurrido.

### **E(uy)**

Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presentan información válida y representativa.

---

### **Notas:**

*Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”.*

# FitchRatings

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Estos signos no se utilizarán para la categoría AAA(uy), para categorías por debajo de CCC(uy) o para calificaciones nacionales de corto plazo salvo F1(uy).

**Rating Watch<sup>1</sup>**: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando "▲", "▼" ó "◆" respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o estable no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. De surgir una circunstancia que no permita identificar la tendencia fundamental de una calificación, excepcionalmente podrá aplicarse una perspectiva en evolución.

---

<sup>1</sup> Rating Watch: Alerta

## **I. SUFICIENCIA DE LA INFORMACIÓN**

---

Si la información es considerada válida y suficiente para el análisis se continuará con el proceso normal de calificación. Se entenderá por información representativa a aquella que permite inferir razonablemente la situación económica y financiera de la compañía.

Si la información es insuficiente se otorga la Categoría E. La información no será válida si contiene antecedentes que inducen a conclusiones erróneas respecto de una calificación. Si la sociedad hubiese experimentado cambios significativos en la composición de sus activos, o se hubiesen producido otras circunstancias, y sus estados contables, o demás información requerida para la calificación, no pudieren uniformarse para incorporar los efectos correspondientes, se entenderá que su información no es representativa.

En el caso de sociedades que cuentan con menos de tres años de trayectoria, adicionalmente se solicitará información sobre los accionistas y proyecciones realizadas por la empresa.



## II. CALIFICACION DEL EMISOR – Corto y Largo Plazo

---

El análisis de calificación a realizar por Fitch Uruguay comprende dos etapas: la primera de ellas se orienta al análisis cualitativo y la segunda al análisis cuantitativo. A continuación se hará una breve descripción de ambas etapas y se detallarán los puntos sobre los cuales se basará el análisis.

### 1. FACTORES CUALITATIVOS

#### 1.1. Riesgo del Sector

El primer paso al analizar una compañía es determinar las características del sector económico en el cual participa. Generalmente el grado de riesgo del sector en el que participa la empresa determina el límite máximo al cual puede aspirar cualquier empresa dentro del sector. Por ejemplo, sectores altamente competitivos, de capital intensivo, cíclicos o volátiles son más riesgosos que industrias con ingresos estables, altas barreras de entrada y niveles de demanda predecibles.

Para ello se considerarán los siguientes aspectos:

- Participación del sector en el contexto nacional
- Naturaleza de la industria: se analizará si es de capital intensivo, de servicios, de consumo etc.
- Madurez de la industria: en crecimiento, estable o decreciente.
- Perspectivas de crecimiento.
- Características propias de la industria: existencia de barreras de entrada y salida, regulaciones especiales, rapidez de incorporación de cambios tecnológicos en los procesos productivos.
- Competencia nacional e internacional: monopolio, oligopolio, fragmentación de la industria.
- Regulaciones.
- Factores cíclicos característicos de la demanda y oferta volatilidad de precios.
- Estructura de costos e ingresos, susceptibilidad a las políticas gubernamentales.
- Proveedores de la industria: características de la oferta de materias primas e insumos respecto de su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores.

#### 1.2. Posición Competitiva

Se buscará determinar como se inserta la compañía dentro de su sector específico y su desempeño dentro del mismo. Según la relevancia para cada tipo de industria o compañía los factores a analizar serán:

- Posición de la empresa dentro del sector, tamaño, participación de mercado
- Habilidad de la empresa para mantener adecuados niveles de rentabilidad ante el ingreso de nuevos competidores o en períodos de recesión
- Diversificación geográfica de las ventas y de producción (diversificación de ingresos en diferentes países)

- Diversificación de negocios: al analizar este aspecto se deberá tener en cuenta la participación de cada uno de los negocios dentro de la actividad de la compañía
- Integración de negocios
- Principales clientes: concentración de ingresos,
- Poder de negociación con los proveedores
- Canales de distribución

En el informe de calificación se describirán los aspectos más relevantes del análisis efectuado.

### **1.3. Administración y Calidad de los Accionistas**

Se evaluará la estructura del paquete accionario, la calidad de los principales accionistas, y la posibilidad de soporte de los mismos en caso de requerimiento de fondos. Respecto de la administración, se considerará la estructura de los planos directivos, determinando la participación de los accionistas en la elaboración de políticas y en la administración directa de la compañía. A su vez se evaluará la estrategia de la Compañía, para lo cual se tendrá en cuenta la tolerancia al riesgo y las políticas de financiamiento. El objetivo es determinar si la administración tiene una política agresiva priorizando el crecimiento rápido a fin de maximizar las ganancias de la empresa en el corto plazo a costa del desempeño futuro o si tiene un estilo conservador el cual apunte a optimizar el flujo de fondos a lo largo del tiempo.

Si bien la evaluación de la administración depende principalmente de factores subjetivos, el desempeño financiero a lo largo del tiempo otorga una medición más objetiva. Fitch Uruguay evaluará el la trayectoria y desempeño de la administración en términos de crear un mix de negocios sanos, manteniendo eficiencias operativas y una fuerte posición de mercado.

## **2. FACTORES CUANTITATIVOS**

Los aspectos cuantitativos que se tendrán en cuenta en el proceso de calificación se focalizarán en las políticas de la compañía en relación a su estrategia operativa, adquisiciones y desinversiones, objetivos de endeudamiento, políticas de dividendos y metas financieras. Se analizará la habilidad de la compañía para generar flujo de fondos, el cual se verá reflejado en los ratios que miden rentabilidad y cobertura en base al flujo de fondos. Estos indicadores serán evaluados a lo largo de los períodos analizados, determinando la fortaleza de la compañía en sus operaciones, su posición competitiva, y su capacidad financiera.

Los factores cuantitativos se analizarán teniendo en cuenta la evolución de la Compañía a lo largo de los períodos analizados, la situación presente, las proyecciones de la misma y sus respectivas sensibilizaciones.

## 2.1. Rentabilidad

En este punto corresponde analizar la estructura de resultados de la empresa y los indicadores de rentabilidad. Se hará un seguimiento de la evolución de los resultados anuales durante el período bajo análisis y de los resultados trimestrales correspondientes al presente ejercicio anual. El análisis de la composición de los resultados se concentrará sobre los siguientes puntos:

- Determinar la consistencia de los resultados y tendencias de los mismos. Capacidad de generación de utilidades.
- Ingresos por ventas: se analizará la composición de los ingresos por tipo de actividad y distribución geográfica. Consistencia de dichos ingresos y tendencia de los mismos.
- Estructura de costos: se determinarán la evolución de los mismos y la participación relativa de sus principales erogaciones respecto del total de costos. Asimismo se calculará la evolución de ciertos indicadores de eficiencia, entre ellos margen bruto sobre ventas, margen operativo sobre ventas y flujo de fondos sobre ventas.
- Resultados Financieros: Se discriminarán los generados por pasivos y por activos para determinar la carga financiera.
- Ganancias extraordinarias y no recurrentes, se tomarán en forma separada a fin de distinguir la ganancia proveniente de la operatoria principal (“core bussiness”) de la empresa.

Los indicadores de rentabilidad a calcular son entre otros los de retorno sobre el patrimonio neto y márgenes de utilidad.

## 2.2. Flujo de Fondos

El análisis del flujo de fondos consiste en observar la volatilidad de los flujos de fondos a través del tiempo. Se considerarán los niveles históricos y proyectados de fondos requeridos para mantener la capacidad operativa del negocio, niveles de capital de trabajo y reemplazo de activos fijos. Se determinará la contribución del Flujo de Fondos a los proyectos de expansión de la empresa (inversiones de capital, adquisiciones, etc.)

Asimismo se analizará la relación entre el flujo de fondos y el flujo de fondos libre respecto de la deuda total y la deuda neta, para determinar los años de repago de la deuda.

## 2.3. Endeudamiento y Estructura de Capital

Se analizará la estructura de endeudamiento histórica y proyectada, donde se tendrá en cuenta la composición de la deuda, sus vencimientos, tasas pactadas y

compromisos asumidos con los tenedores de los bonos. Se evaluarán entre otros indicadores:

### **2.3.a. Indicadores de Deuda**

- Deuda Financiera Total y Deuda Financiera Neta: entendiéndose por Deuda Financiera total a la deuda bruta, mientras que la Deuda Financiera Neta se representará como la deuda total menos caja y bancos e inversiones de corto plazo.
- Deuda financiera total y neta sobre flujo de fondos menos inversiones de capital (Capex) y dividendos.
- Pasivo sobre patrimonio neto y deuda financiera sobre capitalización: los niveles considerados aceptables variarán según la industria que se esté analizando. Por ejemplo, para compañías con mayor riesgo de industria lo óptimo sería una estructura financiera sólida, mientras que, emisores con menor grado de riesgo podrán mostrar una posición más agresiva.

Se tendrá en cuenta también la composición del Patrimonio de la Compañía y la política de dividendos históricos y proyectados.

### **2.3.b. Indicadores de Cobertura**

- Flujo de Fondos /Intereses: mide la capacidad del emisor de cumplir con sus pagos de intereses con la generación de fondos proveniente de la operatoria de la compañía.

## **2.4. Fondeo y Flexibilidad Financiera**

En este punto se analizarán las necesidades y planes de inversión y las alternativas de financiamiento de la empresa, al tiempo que se medirá la habilidad y capacidad para llevar a cabo el plan establecido, sin afectar su grado de riesgo crediticio. Asimismo, se analizará la accesibilidad a líneas de crédito y colocación de bonos o capital en los mercados de capitales.

Fitch Uruguay realizará un análisis de la capacidad de repago proyectada del emisor sensibilizando distintas variables que puedan afectar a la misma. Ejemplos de las variables a sensibilizar pueden ser: tasa de interés, ingresos, estructura de costos etc.

### **III. CALIFICACION DEL INSTRUMENTO**

La calificación del Instrumento o de la Emisión se obtiene a partir de la calificación asignada al Emisor. Adicionalmente se considerarán las condiciones de emisión, con el objetivo de determinar si el valor de recupero o repago del instrumento es similar, mayor o menor que la del emisor. El análisis de las condiciones de emisión incluye la evaluación de las garantías con las que cuenta el instrumento (en caso de ser aplicable). Según se trate de emisiones de largo o corto plazo, la calificación de Emisor utilizada será la de largo o corto plazo respectivamente.

El Instrumento sujeto de calificación se puede clasificar en tres categorías principales de acuerdo a las condiciones de emisión y garantías con que cuente, a saber: instrumentos que cuentan con garantías especiales (avales, hipotecas, etc), instrumentos que no cuentan con garantías especiales (la única garantía es el patrimonio del deudor) e instrumentos de deuda subordinados o convertibles (en caso de liquidación de la entidad el acreedor se sitúa luego de los acreedores quirografarios).

#### **A) EMISIONES GARANTIZADAS**

Se deberá distinguir entre las garantías o avales que aseguran el pago de la totalidad del monto invertido y las que aseguran parcialmente dicho monto. Sobre la base de la calificación del Emisor, se en cuánto mejora la calificación.

#### **B) EMISIONES NO GARANTIZADAS (DEUDA SENIOR UNSECURED)**

Se trata de aquellos instrumentos que poseen características que otorgan al inversionista una protección respecto de su pago similar a la Calificación del Emisor. En esta clasificación se encuentran los títulos emitidos sin garantías especiales y que convierten a los inversionistas en acreedores quirografarios. Como regla general se les asigna la misma calificación que la otorgada al Emisor.

#### **C) EMISIONES SUBORDINADAS**

Se trata de instrumentos que otorgan al inversionista una protección respecto de su pago inferior a la del resto de los instrumentos de deuda de esa entidad, colocándolo por debajo de los acreedores quirografarios de la entidad, por lo cual se determinará si corresponde una disminución respecto de la calificación del Emisor.



#### **IV. CALIFICACION DE ACCIONES**

Para la calificación de acciones se utilizará el procedimiento establecido para la Calificación del Emisor (o Calificación Genérica). Esta calificación determina la capacidad de pago de los compromisos financieros asumidos a través de su generación de fondos.

## V. LISTADO DE INFORMACION

---

El siguiente listado de información es un primer pedido que se realizará a la Compañía para iniciar el proceso de calificación. A medida que se avance en el análisis y según el tipo de compañía del que se trate, se solicitará información adicional.

1. Balance general detallado y auditado, junto con la memoria correspondientes a los últimos tres ejercicios anuales.
2. Balances trimestrales o información de gestión posterior al cierre del último ejercicio anual.
3. Detalle de la deuda financiera vigente a la última fecha disponible, distinguiendo acreedor, monto, plazo y tasa de interés.
4. Detalle de los principales proveedores.
5. Detalle de garantías otorgadas al cierre del último ejercicio anual.
6. Estructura del paquete accionario de la Empresa.
7. Detalle del instrumento a calificar'

En base al análisis de esta información, se solicitará información adicional como listados de productos, ventas por cada tipo de producto en unidades y en pesos, etc. Así también se solicitará la realización de reuniones con distintos sectores de la empresa.