

I. ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de un fideicomiso es una opinión sobre el riesgo propio de una emisión de participación de un fideicomiso, que es respaldada por activos o derechos que conforman el fideicomiso y la probabilidad que estos sean administrados en forma profesional e idónea por una sociedad fiduciaria. Todo lo anterior, conforme a lo establecido en los contratos y prospecto de emisión, según corresponda.

Esta metodología de evaluación comprende solo Fideicomisos que emiten instrumentos patrimoniales o capital, no así instrumentos de deuda.

La metodología de calificación de Feller Rate comprende dos procesos complementarios: la evaluación de la sociedad fiduciaria y el análisis de las características del fideicomiso específico.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación por parte de la fiduciaria, esta deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Dicha información será manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por la fiduciaria.

El analista responsable realizará un análisis preliminar del fideicomiso, que considera la información recibida y aquella públicamente disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con la fiduciaria para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, objetivos y características del fideicomiso.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con la fiduciaria, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación, que determina la calificación del fideicomiso.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada a la fiduciaria. Esta puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime

pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a la Superintendencia de Valores y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa de la fiduciaria.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución del fideicomiso y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realizará especial revisión en las fechas que corresponda la entrega de información financiera y se solicitará a la fiduciaria los Estados Financieros del fideicomiso.

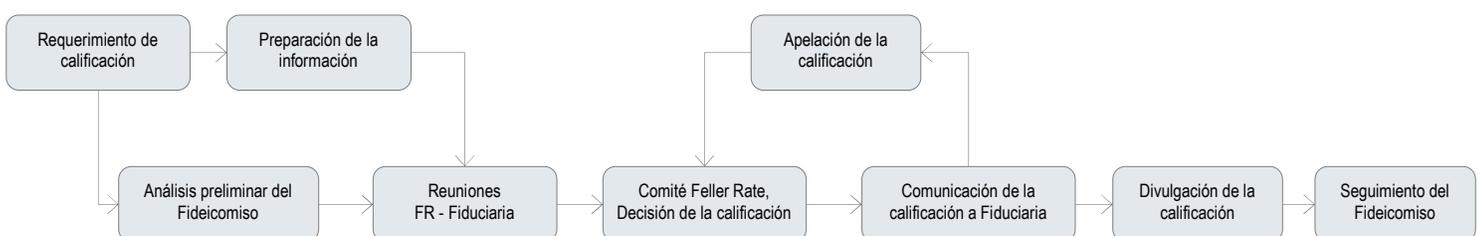
El insumo fundamental para que el equipo analítico desarrolle exitosamente el proceso de calificación de un fideicomiso es la calidad de la información existente. Si esta calidad es insuficiente, esta misma metodología indica que la calificación de riesgo propuesta al Consejo será de "Efd", nota que corresponde a aquellos fideicomisos que no poseen información suficiente o esta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y, de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros que son los encargados finales de asignar la calificación de riesgo en función de los antecedentes entregados por el cliente y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a la que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate emita se basarán fundamentalmente, aun cuando pueden existir otros antecedentes, en el análisis y procesamiento de la información relativa al fideicomiso y su fiduciaria. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la Calificadora, es esencial que la fiduciaria proporcione todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

De forma complementaria, Feller Rate pudiera realizar sensibilizaciones incorporando ciclos económicos, evolución de ratios financieros, indicadores de mercado y otros aspectos cualitativos y cuantitativos relevantes para el análisis. Para ello, se considera información pública o suministrada por el cliente, realizando ajustes propios para obtener el mejor escenario probable.

IV. ANÁLISIS DE LA SOCIEDAD FIDUCIARIA

El objetivo de la evaluación de la sociedad fiduciaria es tener una opinión sobre la calidad de la gestión y su consistencia en el tiempo.

Feller Rate mide diversas variables cualitativas y cuantitativas que permitan evaluar que la administración de los capitales invertidos en el fideicomiso sea responsable, profesional y acorde con el marco legal y los documentos constitutivos de los fideicomisos.

El análisis de la sociedad fiduciaria estará centrado en el estudio de los documentos y manuales que ella posea, además de reuniones con su estructura gerencial.

1. GESTIÓN DE LA FIDUCIARIA

– A) MANAGEMENT

Se busca de determinar la idoneidad profesional de las personas o grupos de personas que tienen o tendrán a su cargo la administración del fideicomiso.

Feller Rate evalúa la existencia de profesionales debidamente calificados y con la experiencia suficiente en los puestos claves de la sociedad fiduciaria. Dichos puestos son determinados en función de la operativa interna de cada sociedad fiduciaria, lo que normalmente está indicado en sus manuales de procedimiento.

La experiencia de la administración se juzga en función del tiempo de permanencia y la experiencia en el sector financiero y en la administración de activos a terceros.

– B) SISTEMAS DE CONTROL

Feller Rate analiza si los mecanismos de control interno son suficientes para asegurar el cumplimiento de políticas y compromisos adquiridos con los inversionistas. Al mismo tiempo, examina la eficiencia de estos y la existencia de mecanismo de corrección.

Adicionalmente, Feller Rate evalúa la independencia entre departamentos, tipo de sistemas computacionales y programas de chequeo y cruces de datos que permitan evitar y detectar errores o procedimientos indebidos.

– C) CONFLICTOS DE INTERÉS

Feller Rate evalúa la existencia de potenciales conflictos en la gestión de fideicomisos de la sociedad fiduciaria y los mecanismos formales e informales para superarlos.

– D) VALORIZACIÓN DE LAS INVERSIONES

Se busca determinar si las políticas y mecanismos de valorización reflejan el valor de mercado y/o económico de los activos de los fideicomisos.

Entre otros aspectos, se consideran:

- Políticas de valorización por tipo de activos.
- Procesos sistematizados de valorización.
- Periodicidad y consistencia de valorización de cartera.

– E) CONTRAPARTES

Feller Rate evalúa las características de las contrapartes externas asociadas a la gestión de los fideicomisos y las políticas de la fiduciaria en la autorización y control de éstas.

Entre otros factores, se consideran:

- Solvencia de la contraparte;
- Procesos y políticas de operación y control adecuados y suficientes;
- Profesionalismo y responsabilidad en el manejo de recursos de terceros;
- Independencia de operaciones;
- Importancia de manejo de cartera propia con relación a cartera de terceros.

Además, se evalúa la existencia de custodias independientes y el grado de automatización y confianza en su funcionamiento.

2. EXPERIENCIA ESTRATÉGICA

La propiedad se evalúa en función de la experiencia en el negocio financiero y la solvencia del grupo o grupos propietarios. Específicamente, Feller Rate evalúa:

— A) EXPERIENCIA EN EL NEGOCIO FINANCIERO

Se revisa la experiencia para obtener información respecto al estilo y desempeño pasado del grupo en el negocio financiero. Además, se evalúa la solvencia financiera del grupo, de manera de determinar el respaldo financiero necesario en caso de emergencias o necesidades de capital.

— B) IMPORTANCIA ESTRATÉGICA DE LA SOCIEDAD FIDUCIARIA PARA SU GRUPO CONTROLADOR

Se evalúa la relevancia de la fiduciaria en la estrategia de su propietario, lo que se debe reflejar en los recursos que los controladores le entreguen a la sociedad para llevar a cabo sus operaciones.

— C) POTENCIALES CONFLICTOS DE INTERÉS

Feller Rate evalúa la existencia de potenciales conflictos con los controladores, así como los mecanismos formales e informales para superarlos.

V. ANÁLISIS DEL FIDEICOMISO

Una vez evaluada la fiduciaria, Feller Rate determina el riesgo propio del fideicomiso en análisis.

El análisis del fideicomiso estará centrado en los documentos constitutivos del fideicomiso, las características e información existente sobre los activos o derechos transferidos al fideicomiso y un análisis del fideicomitente, mediante

información provista por éste y reuniones con los equipos de la sociedad fiduciaria y del fideicomitente a cargo de la gestión de los activos del fideicomiso.

Este análisis se aplica solo a fideicomisos de participación, en donde la emisión es respaldada por activos o derechos que conforman el fideicomiso, pero no cuenta con un cronograma de pagos establecido y exigible. En el caso de fideicomisos de deuda, en donde si existe un cronograma de pagos establecidos, se aplicará una metodología de evaluación diferente.

Las variables mencionadas a continuación corresponden al análisis más fundamental del fideicomiso bajo revisión. Dependiendo de las características específicas de cada fideicomiso y el segmento al que apunte, podrían sumarse nuevas variables a analizar, así como también algunas de ellas podrían tomar mayor importancia con relación a otras.

De esta forma, los principales elementos a evaluar son los descritos a continuación:

1. CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO

— A) TIPOS DE ACTIVOS QUE CONFORMAN EL FIDEICOMISO

Feller Rate evalúa las características de los activos que conforman el fideicomiso, las cuales son determinantes para el enfoque del análisis y calificación de riesgo de éste.

— B) MADUREZ DE LOS ACTIVOS

Medido como la capacidad de generación de flujos operacionales para el fideicomiso, considerando si los activos son productivos o se encuentran en etapas previas a su pleno funcionamiento.

— C) TAMAÑO

Medido a través del activo del fideicomiso con relación al total del mercado y comparado con fideicomisos similares.

2. ACTIVOS DEL FIDEICOMISO

Feller Rate analiza la composición de los activos del fideicomiso, evaluando distintos factores dependiendo de cuál sean las características de éstos.

— A) RELACIÓN CON EL FIDEICOMITENTE

Feller Rate evalúa la independencia o existencia de relaciones entre los activos transferidos al fideicomiso y las operaciones del fideicomitente.

Se mide la existencia de factores que relacionen o mitiguen el riesgo de los activos del fideicomiso con el riesgo del fideicomitente.

— B) DESARROLLO Y EVALUACIÓN HISTÓRICA DE LOS ACTIVOS TRANSFERIDOS AL FIDEICOMISO

Se busca evaluar el desempeño de los activos que conforman el fideicomiso respecto a distintos factores como: rentabilidad, *benchmarks*, tipos de activos, plazos y límites por activos, entre otros.

Las métricas a utilizar dependerán de los indicadores y tipos de activos que estén presentes en las estructuras de cada fideicomiso evaluado.

— C) PERFORMANCE

Feller Rate compara, si es posible, la rentabilidad del fideicomiso con otros similares, como una medida complementaria a otras del análisis de cartera.

Adicionalmente, el análisis considera el contexto económico y variables relevantes de mercado que afectan el desempeño del fideicomiso, para explicar bajo variables fundamentales la performance de este, y cuales podrían ser riesgos futuros al respecto. Dentro de estas variables de mercado se encuentran expectativas económicas oficiales a nivel de inflación, desempleo, crecimiento económico, evolución de tasas de mercado, reformas económicas locales, políticas internacionales de países relevantes, entre otras que puedan afectar el desempeño general de los mercados.

— D) CONCENTRACIÓN

Al revisar los activos del fideicomiso, en ocasiones, se puede apreciar ciertas concentraciones por sector, industria, ubicación geográfica, deudor o emisor.

Esta concentración se contrasta con lo planteado en el contrato y prospectos de emisión del fideicomiso, para medir el grado de consistencia entre ambos. Luego, se compara la concentración con fideicomisos similares (*benchmark*), si es posible, para determinar un nivel de riesgo relativo. Mientras menos sea su concentración, menor el riesgo relativo.

— E) LIQUIDEZ

Se evalúa que los activos del fideicomiso posean una liquidez acorde a sus obligaciones, la que debe ser suficiente para realizar todos los desembolsos e inversiones requeridas y definidas en el prospecto y contratos del fideicomiso.

— F) ENDEUDAMIENTO

Se mide que el endeudamiento se encuentre dentro de lo planteado en el contrato y prospecto de emisión del fideicomiso y no exponga a los inversionistas a riesgos fuera de lo prudente. Se compara con el endeudamiento con fideicomisos similares, si es posible.

— G) RIESGO CREDITICIO DE LOS ACTIVOS (CUANDO CORRESPONDE)

Se busca cuantificar la posibilidad de pérdidas asociadas a incumplimientos de alguno de los componentes de la cartera. Mientras menor sea el riesgo crédito de cada uno de los activos que componen el fideicomiso, menor será el riesgo crediticio de éste.

Cuando no exista una calificación de Feller Rate para un determinado instrumento, podrá utilizarse la opinión de otra calificadora, siempre y cuando haya una base analítica para respaldar dicha opinión.

Dada la variedad de Fideicomisos y la flexibilidad de sus estructuras, el análisis se adapta a cada uno de ellos dependiendo el tipo de activo fideicomitado. Algunos de ellos no están asociados a la capacidad de pago de un emisor en particular, sino que pueden ser activos productivos por sí solos, como por ejemplo bienes raíces.

En ese sentido, en este tipo de análisis de fideicomisos de participación, en donde la emisión es respaldada por activos o derechos que conforman el fideicomiso, pero no cuenta con un cronograma de pagos establecido y exigible, se busca de igual forma constatar su capacidad de flujo y las garantías específicas que mantengan dentro de la estructura del fideicomiso, pero lo relevante es determinar el grado de cumplimiento de las condiciones del fideicomiso en particular, que podrían no ser pagos periódicos establecidos.

— H) CONSISTENCIA ENTRE EL PLAZO DE DURACIÓN DEL FIDEICOMISO Y LA DURACIÓN, PLAZO Y LIQUIDEZ DE LOS ACTIVOS Y DERECHOS QUE COMPONEN EL FIDEICOMISO

Feller Rate evalúa el riesgo de descalces entre la liquidez, duración de los activos y su estructura de pasivos, con el plazo de duración del fideicomiso, los que pueden generar efectos adversos sobre la rentabilidad de los inversionistas.

Adicionalmente, se podrían considerar otras variables relevantes, dependiendo del tipo de análisis.

VI. NOMENCLATURA

La calificación se hace en una escala ordenada con un grado creciente de riesgo.

CATEGORÍAS DE RIESGO

- AAafd: Valores de fideicomiso con la mejor combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- AAafd: Valores de fideicomiso con una muy buena combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- Afd: Valores de fideicomiso con una buena combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- BBBfd: Valores de fideicomiso con una razonable combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- BBfd: Valores de fideicomiso con una débil combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- Bfd: Valores de fideicomiso con una muy débil combinación entre el riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y la calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- Cfd: Valores de fideicomiso que combinan un alto riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y una mala calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.

- Dfd: Valores de fideicomiso que combinan un extremadamente alto riesgo propio de los activos o derechos que lo conforman y una mala calidad de la administración de la sociedad fiduciaria.
- Efd: Corresponde a aquellos fideicomisos que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

+ o -: Las calificaciones entre AAafd y Bfd pueden ser modificadas al agregar un símbolo + (más) o - (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

A las categorías antes señaladas Feller Rate incorporará el prefijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay.

En el caso de fideicomisos con activos de poca madurez o historia, la calificación se realiza en función de la evaluación de la fiduciaria y el fideicomitente. En este caso, la calificación se diferencia mediante el sufijo (N) hasta que los activos alcancen una madurez adecuada.

VII. PERSPECTIVA DE LA CALIFICACIÓN

Feller Rate asigna "Perspectiva" de la calificación, como opinión sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. La Calificadora considera los posibles cambios en la economía, condiciones de mercado, la estructura organizativa y de propiedad de la administradora, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a los valores del fideicomiso.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar. **FR**