

Metodología de Calificación de Acciones

Metodología de Calificación Intersectorial

Resumen

El presente informe ofrece un panorama general de la metodología utilizada por AESA RATINGS en Bolivia para calificar las acciones emitidas por entidades financieras y no financieras. El mismo contiene los elementos a evaluar como parte del proceso de calificación de acciones, que deberá ser complementado con las consideraciones analíticas referidas a la calificación del emisor. Por tanto, este reporte debe ser leído en conjunto con los informes de metodología de AESA RATINGS, denominados 'Metodología de Calificación de Empresas No Financieras' y 'Metodología de Calificación de Instituciones Financieras'.

Al asignar una calificación a un título accionario, AESA RATINGS provee al inversor con una opinión independiente acerca de la calidad crediticia del emisor y el riesgo de liquidez inherente en sus acciones. De ahí que el propósito de las calificaciones de acciones de AESA RATINGS es proporcionar una estimación del riesgo de liquidez que asume un inversor al adquirir un determinado título accionario con la intención de medir en un periodo de tiempo razonable que tan fácil o difícil será vender dichos instrumentos cuando así lo decida el inversor.

Alcance

Este informe describe la metodología que utiliza AESA RATINGS para calificar títulos accionarios emitidos o a emitirse. Las calificaciones asignadas a estos instrumentos son calificaciones en escala nacional y por tanto no son comparables con calificaciones de otros países. Las calificaciones de títulos accionarios surgieron como respuesta a requerimientos regulatorios, los títulos accionarios a los que se hace referencia en este informe comprenden, pero no están limitados a las acciones ordinarias y a las acciones preferentes o preferidas a ser emitidas por entidades financieras y entidades corporativas no financieras.

Limitaciones

La escasa profundidad de la mayoría de los mercados de capitales locales en los países que se utiliza la calificación de acciones, así como la a menudo limitada información disponible sobre cotizaciones de las acciones y las tendencias de liquidez representan una limitante en cada uno de estos mercados. Consecuentemente, el proceso de calificación de acciones incluye consideraciones analíticas que pueden variar según el mercado al que corresponden.

Las calificaciones de acciones reflejan los riesgos relacionados con la calidad crediticia de un emisor y la liquidez de una acción. Sin embargo, no abordan el riesgo de pérdidas asociadas a cambios en las cotizaciones de acciones y otras condiciones de mercado, ni consideran la adecuación del precio de mercado de un título determinado. En ningún caso dicho análisis deriva en una recomendación de comprar o vender un determinado título. AESA RATINGS no realiza estimaciones propias sobre el precio de cotización de dichas acciones ni utiliza el precio actual o futuro de una acción en la determinación del riesgo de liquidez.

La presente metodología no contempla la calificación de acciones preferentes o preferidas que a tiempo de su emisión establezcan que puedan ser redimibles, ya que en este caso el instrumento podría llegar a tener un comportamiento que en términos prácticos podría tener

Analistas

José Pablo Rocha Argandoña
+591 (2) 2774470
josepablo.rocha@aesa-ratings.bo

Cecilia Pérez
+591 (2) 2774470
cecilia.perez@aesa-ratings.bo

Esta Metodología reemplaza a la *Metodología de Calificación de Acciones*, de Junio, 2011.

características similares a las de un instrumento de deuda subordinada, tampoco se contempla la calificación de acciones preferentes o preferidas que a tiempo de su emisión establezcan que puedan ser convertibles en acciones ordinarias, por la incertidumbre que esto confiere al instrumento.

Fuentes de Información

La información necesaria para llevar a cabo el análisis de riesgo y la asignación de las calificaciones se obtendrá de diferentes fuentes tales como el Emisor, así como datos de la industria y otras fuentes relevantes. En cuanto al análisis específico de la liquidez de la acción, de ser posible y relevante AESA RATINGS podrá utilizar información obtenida de fuentes del mercado bursátil.

El análisis de AESA RATINGS por lo general buscará cubrir cinco años de historia operacional y datos financieros. La información necesaria para evaluar la calidad crediticia del emisor es solicitada directamente por AESA RATINGS al emisor. Una vez que AESA RATINGS ha recibido la información necesaria conducirá su análisis en base a las metodologías previamente citadas. Cabe aclarar que AESA RATINGS no audita ni verifica la información recibida por parte del emisor o de sus representantes.

En el caso de títulos sin información bursátil histórica, como una Oferta Inicial de Acciones, o con menos de un año de información, AESA RATINGS basará su análisis sobre la calidad crediticia del emisor. Cuando se complete un año de información pública de transacciones bursátiles, la liquidez accionaria podrá ser incorporada en el análisis.

Aspectos Relevantes

La calificación de acciones tiene por objetivo medir el riesgo total de una acción. Dicho riesgo puede ser resumido como la variabilidad futura del retorno total (apreciación más dividendos) obtenido por los accionistas de una empresa. El riesgo total de una acción depende tanto de las fluctuaciones del mercado en general, como de los desarrollos particulares de la industria en que participa el emisor, su posición competitiva, su condición financiera y otras variables.

Procedimiento de Calificación

AESA RATINGS asigna calificaciones en escala nacional a las acciones en base a dos tipos de análisis: la Calidad Crediticia del Emisor y el Riesgo de Liquidez de la Acción. La combinación de estos dos resulta en la determinación de la calificación de las acciones de una entidad.

La evaluación de la Calidad Crediticia del Emisor y el Riesgo de Liquidez contemplan diferentes elementos de análisis, los cuales en su conjunto determinan la calificación final de las acciones, de acuerdo a la escala presentada en este informe. La metodología incluye un análisis cualitativo y cuantitativo, tanto del emisor como de las características particulares de las acciones.

A continuación se describe en forma detallada los elementos que AESA RATINGS considera para el análisis de los dos componentes macro de la calificación de acciones: la Calidad Crediticia del Emisor y el Riesgo de Liquidez de la Acción.

Calidad Crediticia del Emisor

La calidad crediticia del emisor se expresa en su calificación de riesgo emisor (*issuer default rating - IDR*) o su calificación nacional de largo plazo de emisor (*long-term national scale rating*), y estas se derivan de acuerdo a las metodologías respectivas previamente mencionadas de empresas no financieras y de instituciones financieras, dependiendo del tipo de entidad.

El análisis crediticio del emisor utilizado en la calificación de acciones tiene como finalidad evaluar la probabilidad de una entidad de cumplir con sus obligaciones financieras (o, en otras palabras, la probabilidad de incumplimiento del emisor). El perfil operativo y financiero de la entidad, su calidad crediticia general y por tanto la calificación de largo plazo del emisor son buenas aproximaciones para medir el riesgo de la capacidad futura de generación de fondos de una compañía.

La calificación de acciones no tiene como propósito evaluar el riesgo de incumplimiento de dicha acción ya que las mismas no caen en incumplimiento por no poseer compromisos de sumas específicas de pago; sino la probabilidad del emisor de continuar operando. Conceptualmente las calificaciones de acciones indican que entre más solvente sea un emisor mayor será la probabilidad de que sus acciones continúen operando durante el ciclo de negocio.

AESA RATINGS evalúa variables cualitativas y cuantitativas para medir los riesgos operativos y financieros de un emisor y determinar su perfil crediticio, siguiendo para esto los conceptos contenidos en las metodologías globales de calificación de corporativos no financieros y de entidades financieras de AESA RATINGS. Para un detalle específico de los factores evaluados por AESA RATINGS para calificar al emisor, referirse a las metodologías previamente citadas.

De forma indicativa se puede mencionar que el análisis de calidad crediticia del emisor involucra pero no está limitado a los siguientes elementos:

Tamaño: La experiencia internacional muestra que los precios de las acciones de emisores pequeños tienden a ser más fluctuantes que los precios de emisores grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este tipo de emisores, y por otro, la mayor vulnerabilidad de emisores pequeños ante eventos o situaciones adversas. En consecuencia, a las acciones de emisores de mayor tamaño se le asignará un menor riesgo relativo.

Predictibilidad de los Resultados: Aquellos emisores cuyos resultados son más predecibles, ya sea porque su línea de negocios es simple o porque se encuentran en una industria muy estable, o por cualquier otra razón, tendrán probablemente también precios más estables para sus acciones. En efecto, será más sencillo para los analistas y para el mercado en general interpretar los efectos de los nuevos acontecimientos sobre el valor del emisor, de manera que éstos serán incorporados a los precios paulatinamente y en su correcta dimensión, otorgando de esta manera un mayor grado de estabilidad a las cotizaciones. En consecuencia, a las acciones de emisores con mayor predictibilidad de los resultados se le asignará un menor riesgo relativo.

Situación Financiera del Emisor: Los emisores más rentables y menos endeudados están generalmente mejor preparados para hacer frente a situaciones adversas, tales como un ciclo recesivo, una caída transitoria en el precio de sus productos, etc. De esta manera, los

emisores financieramente sanos ofrecen un grado de seguridad adicional a sus acreedores y accionistas respecto de su capacidad para permanecer en el mercado en el largo plazo. En consecuencia, a las acciones de emisores que presenten una situación financiera más favorable se le asignará un menor riesgo relativo.

Riesgo del negocio: Hay ciertos factores intrínsecos a un emisor, tales como el riesgo de la industria en la que participa, la regulación que lo afecta, el grado de competitividad que enfrentan, etc., que definitivamente convierte en más riesgosas ciertas empresas en relación a otras. En consecuencia, las acciones de los emisores serán también evaluadas en función del grado de riesgo del negocio en que estos están inscritos.

Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo: Un buen plan estratégico, en conjunto con un adecuado equipo gerencial, pueden producir grandes diferencias en los resultados de emisores de similares características. Obviamente, los emisores que cuenten con personal preparado y con estrategias claramente definidas, tendrán mayor probabilidad de mostrar una tendencia creciente en los precios de sus acciones. En consecuencia, a las acciones de emisores que cuentan con un adecuado proceso de planificación estratégica se les asignará un menor riesgo relativo.

Riesgo de Liquidez de la Acción

Con el fin de evaluar determinada liquidez del instrumento, AESA RATINGS realiza un análisis ex post, que por su naturaleza es dinámico y que podrá basarse en el seguimiento de ciertos indicadores de mercado relevantes destinados a medir la liquidez de una acción, variables que se evalúan en el contexto de cada mercado accionario. La importancia relativa de cada uno de los distintos factores de riesgo puede variar; típicamente, los indicadores de liquidez que apuntan a un bajo nivel de liquidez para una acción en particular por lo general podrán restringir su calificación dentro de la escala.

La liquidez de un título se mide por la evolución reciente de ciertos indicadores de índole bursátil, fundamentalmente la presencia de dicho título en el mercado. Sin embargo, la trayectoria de la cotización de dicho título, el porcentaje de acciones cotizadas (es decir, la profundidad con que un determinado título opera en el mercado), la volatilidad específica de su capacidad de retorno y la evolución de su capitalización bursátil son factores que también influyen en la evaluación del nivel de liquidez de la acción.

A continuación se describen los elementos que AESA RATINGS considera para el análisis de la liquidez del instrumento. Si bien los elementos mencionados a continuación son considerados de forma general en el proceso de calificación, el análisis de riesgo de liquidez del instrumento no necesariamente está limitado a los mismos, de la misma forma no todos los factores a mencionar a continuación son aplicables en cada acción de calificación.

Historia: La evidencia empírica muestra que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de emisores que les son menos conocidos, o de los cuales disponen de menos información. De esta manera, los emisores más nuevos y aquellos que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus acciones, en comparación con aquellos emisores que cuentan con más años de historia. En consecuencia, a las acciones de emisores con más historia se les asignará un menor riesgo relativo, según el caso.

Variabilidad de los Precios: En el entendido de que la historia puede servir de predicción del futuro, se considera el estudio de la variabilidad de las series históricas de precios de las

acciones, asignándose un mayor riesgo relativo en aquellos casos en que la variabilidad es más alta.

Indicadores de Mercado: Aquellos emisores que se transan en el mercado con una relación precio/utilidad muy superior a la del resto de otros emisores y a la de sus competidores, probablemente son aquellos que se encuentran involucrados en grandes proyectos de inversión. Dichos proyectos pueden ser muy positivos en términos de la rentabilidad futura del emisor, pero a la vez detrás de ello hay un mayor riesgo comparado con la situación de un emisor en marcha, que opere en un marco de mayor estabilidad. Otros indicadores indirectos del riesgo de invertir en un determinado emisor son el *Free Float* (Porcentaje de Acciones Flotantes) la relación entre el valor libro y el valor de mercado, el rendimiento de los dividendos, la capitalización bursátil, la rotación bursátil, la participación bursátil y el volumen promedio transado. Estos elementos podrán ser considerados cuando exista información relevante que permita su análisis

En consecuencia, a las acciones de emisores con indicadores de mercado superiores al promedio del sistema y de su industria, se les asignará un mayor riesgo relativo, según el caso.

Propiedad Accionaria: Hay ciertos aspectos en la composición de la propiedad accionaria de un emisor que pueden influir en la estabilidad de sus cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad del emisor, la transacción de las acciones en bolsas internacionales (*Cross-listing*) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria del emisor, son todos factores que contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicho emisor en el mercado. En consecuencia, a las acciones de emisores cuya propiedad se encuentra más diseminada y en la cual participan inversionistas de mayor peso, se les asignará un menor riesgo relativo.

Determinación de las Calificaciones de Riesgo de Acciones

Tomando en consideración el grado de riesgo asignado a cada uno de los factores mencionados, el Comité de Calificación ponderará los distintos elementos, y sobre esa base asignará la calificación final, en una de las categorías que se indican en el anexo 1.

Anexo 1: Nomenclatura y Escala de Calificación de Acciones

Calificación de Riesgo de Acciones Preferentes o Preferidas

ASFI	AESA RATINGS	Descripción de la Categoría y Nomenclatura ASFI
aaa	aaa	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una sobresaliente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago no estaría afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
aa	aa	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una muy alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago se vería marginalmente afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
a	a	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse levemente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
bbb	bbb	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una adecuada capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
bb	bb	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una regular capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es variable y susceptible de reducirse más que moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
b	b	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen la menor capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es muy variable y susceptible de reducirse significativamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.
ccc	ccc	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.
cc	cc	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es altamente vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.
c	c	Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una insuficiente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. El emisor está en una situación próxima de insolvencia y de incumplimiento total.
d	d	Corresponde a aquellos instrumentos que han incumplido el pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados o que el emisor ha incurrido en otras causales de incumplimiento (cláusulas específicas de los pagos de dividendos).
e	e	Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente.

La nomenclatura y las categorías de calificación corresponden a las definiciones otorgadas en el Artículo 44 de la Resolución ASFI/No.033 del 15 de Enero de 2010.

Calificación de Riesgo de Acciones Ordinarias

ASFI	AESA RATINGS	Descripción de la Categoría y Nomenclatura ASFI
I	Nivel 1	El más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades
II	Nivel 2	Alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades
III	Nivel 3	Buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades
IV	Nivel 4	Solvencia ligeramente inferior a la de la categoría III y débil capacidad de generación de utilidades
V	Nivel 5	Débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades
VI	Nivel 6	Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente

La nomenclatura y las categorías de calificación corresponden a las definiciones otorgadas en el Artículo 44 de la Resolución ASFI/No.033 del 15 de Enero de 2010.

El proceso de calificación de AESA RATINGS no incluye una auditoría ni una comprobación de la veracidad o precisión de los estados financieros ni de otra información relacionada proporcionada por el emisor. AESA RATINGS asume que la información presentada por el emisor es veraz, completa y actualizada.

“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado Valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor; sino la opinión de un especialista privado respecto a la capacidad de que un emisor cumpla con sus obligaciones en los términos y plazos pactados como un factor complementario para la toma de decisiones de inversión”

TODAS LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS DE AESA RATINGS ESTAN DISPONIBLES EN [HTTP://WWW.AESA-RATINGS.BO](http://www.aesa-ratings.bo) LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL MISMO SITIO WEB AL IGUAL QUE LAS METODOLOGÍAS. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE AESA RATINGS Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN, CUMPLIMIENTO Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN ESTE SITIO BAJO CÓDIGO DE CONDUCTA.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, AESA RATINGS se basa en información factual que recibe de los emisores y de otras fuentes que AESA RATINGS considera creíbles. AESA RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que AESA RATINGS lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de AESA RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que AESA RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a AESA RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, AESA RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de AESA RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que AESA RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de AESA RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. AESA RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de AESA RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de AESA RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de AESA RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de AESA RATINGS. AESA RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de AESA RATINGS no constituye el consentimiento de AESA RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente.

Esta Metodología o Informe está basado en información provista por Fitch®, sin embargo su uso y aplicación es de exclusiva responsabilidad de AESA RATINGS. Fitch® y Fitch Ratings® son marcas registradas de Fitch Ratings o sus afiliadas.