



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe semestral

Analistas
Bárbara Lobos M.
Ana María Rosas R.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
barbara.lobos@humphreys.cl

MásAVAL S.A.G.R.

El siguiente informe corresponde a un extracto del informe entregado a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Para acceder a la versión completa, favor contactarse con la entidad evaluada.

Abril 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia Calidad de Gestión	A- ¹ CG4
Tendencia	En Observación
EEFF Base	Marzo 2011

Estado de Resultados S.A.G.R.			
Cifras en M\$ de cada periodo	2009	2010	Mar-11
Ingresos de Explotación	0	108.273	203.985
Costos de Explotación	0	6.674	14.036
Margen de Explotación	0	101.599	189.949
Gastos de Administración y Venta	-67.176	494.335	195.467
Resultado de Explotación	-67.176	-392.736	-5.518
Resultado Fuera de Explotación	1.753	-112.066	56.598
Resultado Neto	-53.983	-423.888	52.226

Balance General S.A.G.R.			
Cifras en M\$ de cada periodo	2009	2010	Mar-11
Disponible	12.754	12.010	26.408
Depósitos a Plazo	300.036	65.805	0
Valores Negociables	0	49.000	97.251
Deudores por ventas	0	56.892	124.910
Deudores Varios	67	1.348	114
Cuentas por cobrar	0	113.125	17.038
Impuestos por recuperar	206	977	4.982
Impuestos diferidos	0	20.509	4.762
Activo Circulante	313.063	319.666	275.465
Activo Fijo	0	12.008	14.816
Inversión Empresas relacionadas ²	0	443.026	716.277
Otros Activos	11.439	94.224	125.462
Total Activos	324.502	868.924	1.132.020
Pasivo Circulante	6.704	145.284	97.407
Pasivo de Largo Plazo	0	246.669	502.554
Patrimonio	317.789	476.971	532.059
Total Pasivos	324.512	868.924	1.132.020

¹ El cambio de clasificación se realizó con fecha 27.05.2011

² Corresponde a su participación en los fondos de reafianzamiento.

Balance General Fondos Mar-11		
Cifras en \$ de cada periodo	Isla Picton	Isla Nueva
Disponible	431.817	1.140
Inversiones Financieras	3.649.342	2.562.425
Cuentas por Cobrar	5.243	520
Total activo circulante	4.086.402	2.564.085
Otros Activos	20.868	0
Total activos	4.107.270	2.564.085
Pasivo Circulante	10.879	5.614
Otros Pasivo Largo Plazo	3.605.490	2.332.677
Total Pasivo Largo Plazo	3.616.787	2.338.291
Patrimonio	490.483	225.794
Total Pasivos	4.107.270	2.564.085

Opinión

Fundamento de la Clasificación

MásAVAL S.A.G.R. (MásAVAL) es una firma cuyo objeto principal es caucionar las deudas adquiridas por sus clientes (beneficiarios). El segmento objetivo de la entidad es la pequeña y mediana empresa (Pyme).

Al 31 de marzo de 2011, la institución exhibía certificados vigentes por \$ 10.613 millones, ingresos por \$ 204 millones y un patrimonio de \$ 532 millones, equivalente a 2,47 veces el mínimo exigido. A la misma fecha la institución exhibía 200 certificados vigentes, avalando a 159 empresas, operando con cuatro instituciones bancarias (Corpbanca, Security, Santander e Internacional). La entidad cuenta con dos fondos de garantía –Isla Picton e Isla Nueva- que le entregan un potencial de afianzamiento cercano a los US\$ 70 millones.

El cambio de clasificación del emisor de fianzas³ desde “Categoría BBB-” a “Categoría A-” responde tanto a los resultados de la calificación formal practicada a los fondos de inversión que actúan como “reaseguradores” de sus certificados, como a los mecanismos que ha adoptado la administración para limitar la exposición de su patrimonio y atomizar las exposiciones retenidas sobre cada uno de fondos, asociados al perfeccionamiento de sus políticas de riesgo.

³ Entendida como la capacidad del emisor de dar cumplimientos a las obligaciones asumidas mediante la emisión de certificados de fianza.

La calificación otorgada a su solvencia, “*Categoría A-*”, se fundamenta, principalmente, en compromiso de la administración de traspasar el 100% de las obligaciones contraídas por la emisión de certificados de fianza a sus fondos de re afianzamiento⁴ y el compromiso de no tomar deuda financiera. Actualmente la sociedad cuenta con dos fondos de re afianzamiento cuya capacidad de pago en el largo plazo ha sido calificada por **Humphreys** en las siguientes categorías:

Fondo de garantía	Categoría de riesgo	Tendencia
Fondo Isla Picton	A-	En observación
Fondo Isla Nueva	A-	En observación

Las categorías de riesgo asignadas a sus fondos de inversión⁵ responden a un análisis de sus políticas de inversión de activos, de los activos en que se ha concretado la inversión y de sus políticas de re afianzamiento. En ese sentido, cabe destacar que **MásAVAL** ha comprometido que la administración de los fondos existentes se enmarcará bajo el cumplimiento de indicadores generales de riesgo que hacen referencia al nivel de fianzas sin respaldo de contragarantías (a nivel de cartera y de operaciones individuales) en relación a los activos de sus fondos que se consideran coherentes con la clasificación de riesgo asignada. La adhesión a estos indicadores fue formalizada mediante acuerdo de su directorio⁶. La misma política establece que la cartera de fianzas vigentes se respaldará preferentemente con al menos un 40% de contragarantías reales. Cualquier cambio en estas políticas deberá ser informado a la clasificadora.

El proceso de evaluación de solvencia de los fondos se centró en su capacidad de pago de fianzas en el largo plazo mediante un proceso de simulación de flujos de caja en función de las políticas vigentes de la administradora y de lo establecido en cada reglamento interno. Junto con ello, se reconocieron los compromisos adquiridos a la fecha por los fondos por concepto de re afianzamiento. Así, las calificaciones asignadas a sus fondos responden también a diferencias en el nivel riesgo de traspasado hacia cada fondo vía re afianzamiento (medido sobre el valor neto de contragarantías), en la atomización de los riesgos adquiridos, y en el grado de cumplimiento de las políticas comprometidas. De la misma forma se tuvo en consideración que el fondo Isla Nueva debe cumplir con objetivos específicos según lo descrito en su reglamento interno (adhiera al programa CORFO de apoyo a la reconstrucción).

Cabe destacar que, a falta de historia del comportamiento crediticio de la cartera avalada, la clasificadora ha supuesto niveles de incumplimiento altamente elevados al clasificar los fondos de re afianzamiento de **MásAVAL**, al menos en comparación con lo exhibido por empresas de *factoring* orientadas a la PYME, lo cual a su vez ha restringido la nota asignada a sus fondos.

Por otra parte, para la clasificación de solvencia de los fondos se tomó en cuenta la calificación de calidad de gestión de su administradora, la cual es adecuada, pero inferior a la de otras empresas de su industria.

⁴ Compromiso vigente desde el 24 de diciembre de 2010. Quinta sesión extraordinaria de Directorio.

⁵ Entendida como la capacidad del emisor de dar cumplimientos a las obligaciones asumidas mediante la emisión de certificados de fianza. Excluye su capacidad de restituir sus obligaciones con CORFO en la modalidad de línea de crédito.

⁶ Formalizado en sesión de directorio del 12 de mayo de 2011

Adicionalmente, la clasificación del Fondo Isla Picton se encuentra restringida por estar en proceso de ajustarse a los indicadores de riesgo comprometidos. Se considera como atenuante, que la empresa presenta un volumen relevante de contragarantías por constituir, situación que es coherente con un volumen de actividad creciente. En la medida que los excesos respecto de los indicadores comprometidos sean corregidos, la clasificación del fondo podría ser revisada. Para la mantención de la clasificación se hará seguimiento de esta situación.

De manera indisoluble con lo anterior, la nota asignada a la solvencia **Más AVAL** también se apoya en los siguientes dos elementos: i) el compromiso de su administración, vía acuerdo del directorio, de re afianzar con fondos el 100% sus cauciones actuales y futuras, al menos hasta que no se disponga información válida en relación con el comportamiento de los créditos avalados y, en paralelo, un patrimonio con capacidad de retener un porcentaje de dicho riesgos; y ii) el compromiso de **Más AVAL** de no emitir deuda financiera. Su directorio ha aprobado y ratificado estas proposiciones⁷, junto con el compromiso de informar a la clasificadora de cualquier cambio en la vigencia y cumplimiento de las mismas.

Por otra parte, la clasificación de solvencia responde al compromiso de la administración en cuanto a generar una estructura operacional y de gestión de riesgos -incluyendo mecanismos de control y de apoyo de sistemas, entre otros factores- que se adecuen satisfactoriamente a un nivel de actividad creciente. En la práctica, se observa que la empresa ha mostrado avances en la implementación de los procesos proyectados en la medida que se ha incrementado el volumen de operaciones. Producto de ello, además de la formación y experiencia profesional de los ejecutivos que gestionan la sociedad y del desarrollo de la estructura operacional observado hasta la fecha, la calidad de su gestión clasifica en "*Categoría CG4*".

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada a la solvencia de la sociedad de garantías recíprocas se encuentra restringida porque no es posible disponer de suficientes antecedentes históricos que reflejen los niveles de pérdida efectiva de la cartera avalada ni su distribución entre los distintos fondos administrados. Adicionalmente, se evaluará en la práctica el ejercicio de su capacidad para gestionar el riesgo de los fondos en el mediano y largo plazo.

Asimismo, producto de lo incipiente de la industria, es factible esperar cambios en las normativas y regulaciones vigentes, en especial en la medida que las fianzas otorgadas aumenten su importancia dentro del sistema financiero. Por otro lado, la introducción y fortalecimiento de nuevos agentes en el mercado podría afectar las prácticas del sector, los niveles de precios y, por ende, los márgenes del negocio. Ambas situaciones, sumadas a eventuales cambios en las políticas de apoyo gubernamental a las sociedades de garantía (lo cual podría generar restricciones a la formación de nuevos fondos), o que los nuevos programas de apoyo estas instituciones establezcan exigencias distintas a las actuales, introducen elementos de incertidumbre respecto al desarrollo de la industria en general y de **Más AVAL** en particular. Producto de estos elementos, la tendencia de la categoría solvencia y de la calidad de gestión se califica "*En observación*".

⁷ Formalizado en sesión de directorio del 12 de mayo de 2011.

Para la mantención de la actual clasificación es necesario que no se deterioren las fortalezas ya descritas, especialmente que permanezca el traspaso total de los riesgos hacia fondos de reafianzamiento, que no se deteriore la solvencia de las entidades que reafiancen sus obligaciones, y que la calidad de los procesos y controles se desarrollen de forma acorde a la realidad del negocio.

De la misma forma, para la mantención de la clasificación se pondrá especial atención a que la empresa alcance un volumen de operación que le permita consolidar su negocio.

Hechos recientes

Con fecha 30 de diciembre de 2009 la sociedad recibió autorización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) para ejercer su giro.

El 25 de enero de 2010 se constituyó su primer fondo de reafianzamiento denominado Isla Picton, cuyo reglamento fue protocolizado en la misma fecha. El 25 de febrero de 2010, CORFO aprobó una línea de crédito por UF 400.000 a su favor, de la cual se autorizó el uso máximo de \$ 4.400 millones para el año en curso. Adicionalmente, en licitación del 30 de marzo del presente, la empresa se adjudicó la administración de derechos de reafianzamiento por UF 25.000 del Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE).

En marzo de 2010 la sociedad cursó su primera operación.

Por otra parte, cuenta con una línea de crédito aprobada por CORFO de UF 107.826 (aprobada inicialmente en junio de 2010, y ampliada en octubre y diciembre del mismo año) con cargo al "Programa de financiamiento a Fondos de Instituciones de garantía recíproca II", destinado a apoyar empresas afectadas por el terremoto sucedido el 28.02.2010, la que originó la creación del fondo Isla Nueva (su reglamento se protocolizó el 18 de junio de 2010).

El 27 de Diciembre del 2010 se aumentó el capital social de la empresa a \$956.192.000.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A:

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría CG4

Corresponde a aquellas administradoras donde la calidad de su gestión es juzgada como adecuada. Indica una posición aceptable de la sociedad en cuanto a su habilidad para administrar y controlar aquellos aspectos relevantes para la gestión de un fondo.

Antecedentes generales

La sociedad

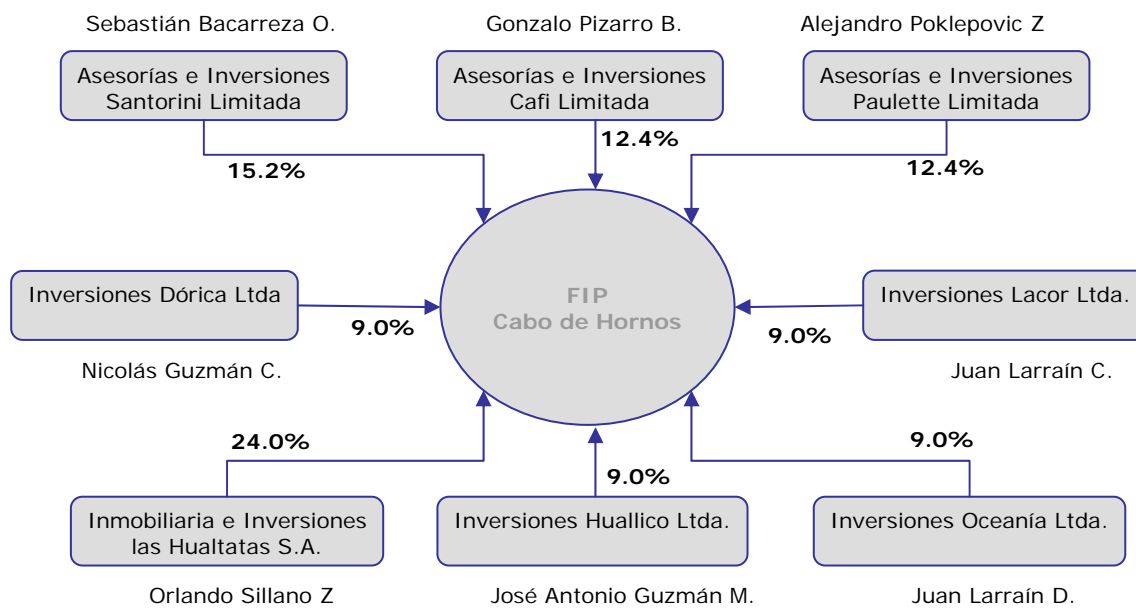
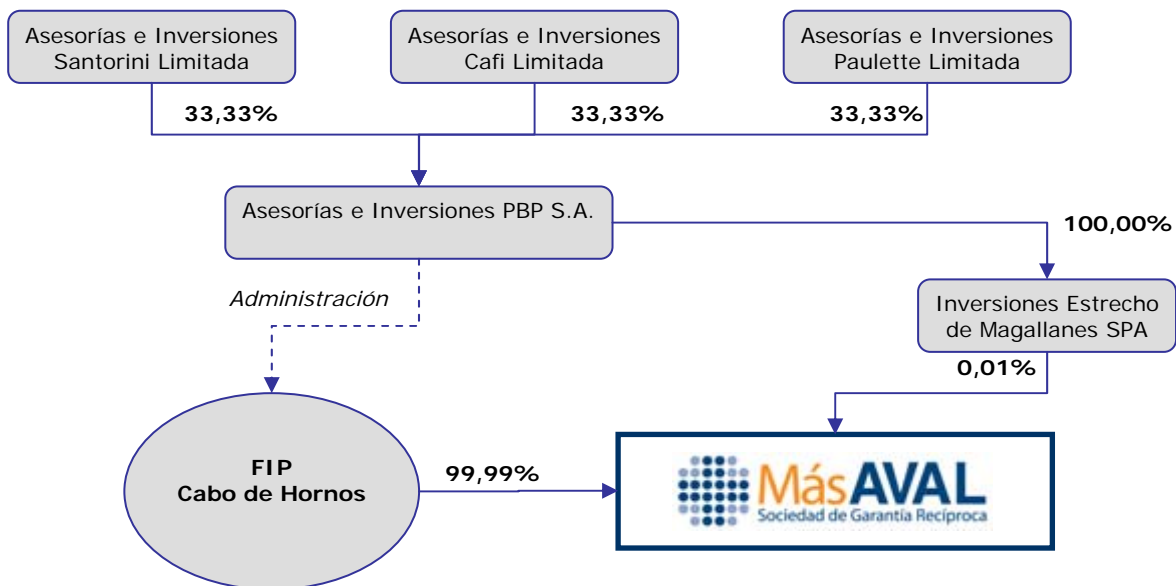
MásAVAL S.A.G.R. es una sociedad anónima de garantía recíproca regida por la Ley 20.179 y supervisada por la SBIF. Su objetivo principal es otorgar garantías personales a los acreedores de sus beneficiarios con la finalidad de caucionar las obligaciones que contraigan en relación con las actividades propias de su ámbito empresarial, productivo, profesional o comercial. Asimismo, dentro de su giro de negocio se incluye el asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus beneficiarios; la administración de los fondos a que hace referencia el artículo 33 de la Ley 20.179 y la administración de las contra-garantías subyacentes a los afianzamientos otorgados.

La sociedad fue constituida el 16 de noviembre de 2009, con un patrimonio en torno a las UF 40.000 (cuatro veces superior del mínimo exigido por ley). Al 31 de marzo de 2011 su patrimonio alcanzaba UF 24.657 (2,47 veces el mínimo legal). Con fecha 30 de diciembre de 2009 recibió autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros para ejercer su giro.

Propiedad y administración

MásAVAL pertenece en un 99,99% al Fondo de Inversión Privada Cabo de Hornos y en un 0,01% la sociedad de inversiones Estrecho de Magallanes SPA. El fondo de inversiones es administrado por Asesorías e Inversiones PBP S.A., la que a su vez es dueña de un 100% de Inversiones Estrecho de Magallanes SPA.

A continuación se presenta la estructura de propiedad de la sociedad de garantía recíproca y de la administradora del fondo. Luego se presenta la estructura de propiedad del fondo de inversión Cabo de Hornos, controlador de la sociedad:



La sociedad es administrada por un directorio de cinco miembros integrado por Orlando Sillano Zan, Nicolás Guzmán Cruzat, Rodrigo Meyer Rojas, Rodrigo Orlando Sillano Poduje y Alejandro Poklepovic Zegers.

A la fecha, el equipo es encabezado por Sebastián Bacarreza como gerente general y entre los ejecutivos figuran Gonzalo Pizarro y Alejandro Poklepovic, todos involucrados en la gestación inicial del proyecto y con participación en la propiedad de la SGR. A continuación se presentan los principales ejecutivos de **MásAVAL**⁸:

Nombre	Cargo
Sebastián Bacarreza	Gerente General
Alejandro Poklepovic	Gerente Inversión y Finanzas
Gonzalo Pizarro	Gerente Comercial
Fabiola Corrada	Subgerente de Gerencia Comercial
Jacqueline Atenas	Gerente de Operaciones
Alberto Valencia	Gerente de Riesgo

Adicionalmente, la organización cuenta con seis ejecutivos comerciales, cinco asistentes de operaciones y dos analistas de riesgos.

Visión de negocio

MásAVAL, de acuerdo con lo expresado por sus gestores, busca ser un actor relevante dentro de la industria de garantías recíprocas, manteniendo una política de adecuado control y valorización del riesgo en la cartera de fianzas y otorgando el soporte necesario para el mejor desempeño de sus beneficiarios.

La política comercial está orientada a captar negocios en los segmentos de menor riesgo asociado dentro de las PYMES. Sus principales definiciones son: enfocarse en PYMES bien gestionadas; buscar clientes con garantías reales, preferentemente bienes raíces o hipotecarias cuyo monto supere las UF 1.000, y operar preferentemente en nichos de baja siniestralidad (boletas de garantía y afianzamientos cubiertos por garantías reales).

La estrategia de negocios actual busca afianzar operaciones que se generen con la banca o instituciones financieras de primera línea, excluyendo a los *factoring* o entidades de reducido tamaño en el contexto nacional. Dado lo anterior, el esfuerzo comercial, al menos en una primera etapa, está orientado a establecer relaciones con los bancos y con las asociaciones gremiales de PYMES.

A la fecha, el modelo de negocio a desarrollar implica traspasar a los fondos de reafianzamiento la totalidad de los riesgos implícitos en los certificados de garantía.

⁸ El organigrama de la sociedad en régimen se encuentra disponible en el informe de primera clasificación sin que existan variaciones relevantes a la fecha.

Productos

En línea con el plan de negocios inicialmente diseñado, la empresa está en condiciones de entregar avales técnicos y financieros. En el primer caso se incluye la emisión de boletas de garantía, tanto para presentación de propuestas como para fiel cumplimiento; el segundo tipo implica garantizar operaciones crediticias destinadas a las reestructuración de pasivos y al financiamiento de inversiones.

La institución ofrece líneas de afianzamiento de carácter rotativo (se pueden cancelar operaciones e ir tomando otras nuevas, siempre y cuando no se sobrepase la línea aprobada), con plazos que, en la práctica, son determinados por el Comité de Afianzamiento.

Operaciones

MásAVAL emitió su primera caución, correspondiente a una boleta de garantía por \$ 891 mil, en marzo de 2010. Al 31 de marzo de 2011 la institución contaba con 200 certificados vigentes, avalando a 159 empresas, operando con cuatro instituciones bancarias (Corpbanca, Security, Santander e Internacional) y alcanzaba un monto avalado total de \$ 10.613 millones⁹. La política general ha sido entregar fianzas por el monto total de los créditos adeudados. La totalidad de estos riesgos han sido traspasados a los fondos de re afianzamiento. El 99% del monto avalado vigente corresponde a cauciones sobre créditos comerciales y el restante a boletas de garantía.

Al 31 de marzo de 2011 la institución contabilizaba contra garantías por \$ 3.350 millones¹⁰, de las cuales un 60% corresponde a hipotecas, 34% a FOGAPE y un 6% a prendas. A continuación se presenta la distribución de las contra garantías contabilizadas por la sociedad, según fondo de re afianzamiento:

Tabla 1. Valor contragarantías informadas al 31.03.2011 (valor ajustado SBIF).

Contragarantías MM\$	Nueva	Picton	Total
Hipoteca	345	1.660	2.005
Mandato	0	0	0
Prenda	43	153	196
Warrant	0	0	0
Total garantías reales	387	1.813	2.201
Fogape	528	621	1.149
Total garantías 31.03.2011	916	2.434	3.350

⁹ Para todo el análisis, se consideran los montos avalados vigentes, como el equivalente en pesos chilenos del saldo insoluto de las obligaciones vigentes por emisión de certificados.

¹⁰ Garantías contabilizadas en sus EEFF a valor ajustado SBIF. Solo se refiere a las garantías constituidas

Fondos

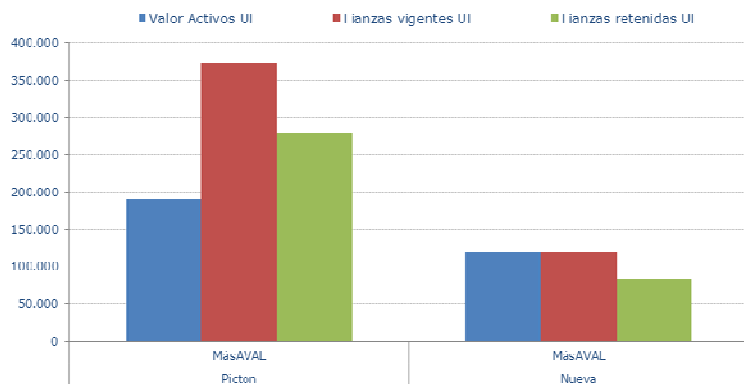


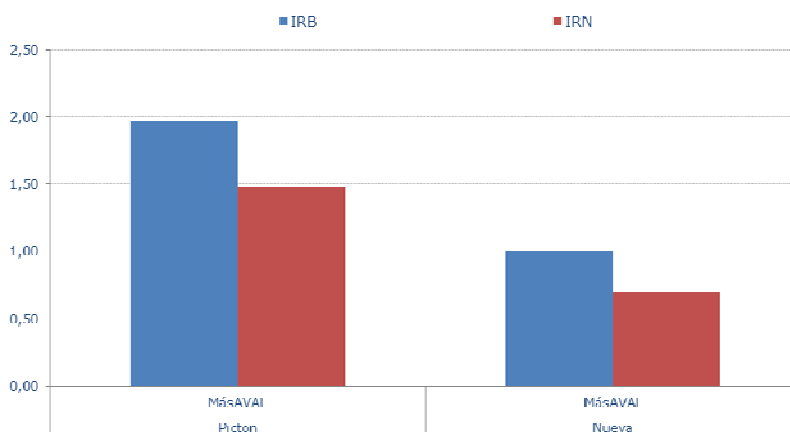
Gráfico 1. Valores vigente a marzo de 2011

A la fecha la sociedad cuenta con dos fondos de garantía vigentes, "Isla Picton Fondo de Garantía (Isla Picton)" e "Isla Nueva Fondo de Garantía (Isla Nueva)", los cuales cuentan con líneas de crédito aprobadas por CORFO y operaciones vigentes. Isla Picton protocolizó su reglamento el 25 de enero de 2010, y desde febrero de 2010 cuenta con una línea de crédito por UF 400.000 aprobada por CORFO a su favor desde el

"Programa de financiamiento a Fondos de Instituciones de garantía recíproca I". Por otra parte, Isla Nueva cuenta con una línea de créditos aprobada por CORFO de UF 107.826 con cargo al "Programa de financiamiento a Fondos de Instituciones de garantía recíproca II", destinado a apoyar empresas afectadas por el terremoto sucedido el 27.02.2010. Su reglamento se protocolizó el 18 de junio de 2010 y su duración sería de 12 años (a diferencia de los fondos con recursos del programa I cuya duración es de 20 años).

MásAVAL es el único aportante de sus fondos de garantía. El monto de su aporte inicial equivale al 10% de la línea de crédito aprobada por CORFO, según las exigencias de dicha institución.

A continuación se muestra el volumen de fianzas reafianzadas sobre cada fondo, junto con el mismo indicador neto de contragarantías a marzo de 2011.



IRB Fianzas vigentes / valor activos fondo
 IRN (Fianzas vigentes – CG netas) / valor activos fondo