



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

AVLA S.A.

Octubre 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio	A-/Nivel 1
Tendencia	Estable
Estados Financieros base	30 junio 2017

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de efectos de comercio	Nº 111 de 12.04.2016

Estados de Situación Consolidados IFRS					
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	Dic-16	Jun-17
Activos corrientes	10.050.668	27.173.944	28.321.190	42.377.775	48.750.817
Activos no corrientes	6.337.097	6.776.022	17.458.575	17.430.382	18.046.361
Total de activos	16.387.765	33.949.966	45.779.765	59.808.157	66.797.178
Pasivos corrientes	5.876.915	20.578.514	27.703.424	31.373.832	43.270.072
Pasivos no corrientes	7.051.943	9.297.970	8.621.348	16.446.492	10.470.392
Total de pasivos	12.928.858	29.876.484	36.324.772	47.820.324	53.740.464
Patrimonio del controlador	3.455.655	3.786.830	9.121.822	11.987.958	13.056.662

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Ingreso por actividades ordinarias	1.430.089	10.772.300	22.313.230	35.211.804	19.957.190
Costos de ventas	-605.170	-4.376.809	-13.648.207	-19.615.276	-11.661.395
Ganancia bruta	824.919	6.395.491	8.665.023	15.596.528	8.295.795
Gastos de administración	-1.026.575	-5.804.474	-7.626.687	-11.305.388	-6.405.381
Ganancia	708.390	855.935	3.151.544	3.600.699	1.668.706

Opinión

Fundamento de la clasificación

AVLA S.A. (AVLA), es un *holding* compuesto por las filiales AVLA SGR, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, AVLA Financiamiento y AVLA PERÚ, como las empresas más relevantes.

A diciembre de 2016, **AVLA** presentó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 35.212 millones, de los cuales el 34,6% provienen de ingresos por afianzamiento de créditos. A la misma fecha el resultado final de la empresa se alzó en una utilidad de cerca de \$ 3.601 millones para la parte controladora. Al cierre del año 2016 el grupo presentó activos por \$ 59.808 millones, con un nivel de patrimonio neto de la parte controladora de aproximadamente \$ 11.988 millones. Por su parte la deuda financiera ascendió a \$ 17.198 millones (y las cuentas por cobrar del negocio de factoring, leasing y créditos a \$ 12.503 millones)

A junio de 2017 el grupo presentaba activos por más de \$ 66.797 millones, lo que representó un aumento de 11,7% respecto a diciembre de 2016. El incremento en la base de activos se financió con una expansión de 8,9% del patrimonio, en tanto que los pasivos se incrementaron en 12,4%.. La deuda financiera ascendió a \$ 14.926 millones (y las cuentas por cobrar del negocio de factoring, leasing y créditos a \$ 7.911 millones).

Durante el primer semestre de 2017 los ingresos por actividades ordinarias totalizaron aproximadamente \$19.957 millones, lo que significó una expansión de 40,5% respecto a igual período del año anterior. Por su parte, el costo de ventas se expandió en 54,3%, con lo que la ganancia bruta mostró un aumento de 24,7%. Por su parte, la ganancia durante el primer semestre se expandió en 4,6%, totalizando \$1.669 millones.

La clasificación de riesgo de los efectos de comercio de **AVLA** en “*Categoría A-/Nivel 1*” se fundamenta en la categoría de riesgo de su filial de seguros (**AVLA Seguros** clasificada en A-) y al continuo fortalecimiento en el modelo de negocio de la institución, tanto por la evolución positiva en la generación de flujos de sus filiales operativas como por las decisiones organizacionales que se han ido adoptando para favorecer las instancias de control y el gobierno corporativo del emisor; todas medidas consistentes con el modelo de desarrollo previamente establecido por la dirección.

En concordancia con lo anterior, cabe señalar durante 2016 la compañía de seguros revirtió las pérdidas, contables que exhibió en 2014 y 2015 (explicable por la fase de crecimiento de la entidad) representando durante ese período el 36% de las utilidades del grupo. Más aún, a junio de 2017 este guarismo se había incrementado a casi el 50%. Por otro lado, la sociedad de garantía recíproca presentó utilidades por alrededor de \$1.600 millones anuales en el período 2015-2016.

En otro ámbito, destaca que la sociedad emisora ha continuado mejorando su gobierno corporativo, incorporado dos nuevos miembros independientes a los directorios de la compañía de seguros y SGR, independientes de la propiedad.

La clasificación de riesgo asignada a la línea de efectos de comercio de **AVLA**, responde principalmente a la capacidad ejecutiva y profesional mostrada por el grupo para desarrollar, en un breve plazo, un conjunto de negocios asociados a las necesidades de la pequeña y mediana empresa (pyme); destacando entre las filiales la sociedad AVLA SGR, entidad especializada en el otorgamiento de fianzas para créditos a la Pyme, que se ha situado como líder de su sector y como un generador estable de flujos para su matriz. La capacidad de gestión de la compañía queda de manifiesto que ha junio de 2017 ya exhibe ingresos por casi \$20.000 millones semestrales, cifra superior en un 64% a los ingresos totales anuales de 2014. También, como ya se mencionó, se agrega la compañía de seguro como entidad de relevancia en el aporte de utilidades para la matriz.

Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **AVLA** la fiscalización a que deben someterse tres de sus filiales más relevantes. En efecto, la sociedad de garantía de crédito está inscrita en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, debe adecuarse a los programas de CORFO y cuenta con clasificación de riesgo independiente; por su parte, la aseguradora es supervisada por los Superintendencia de Valores y Seguros y, también por disposición legal, cuenta con evaluación de riesgo independiente. Por su parte, la compañía de seguros que opera en Perú es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

También se evalúa como un elemento positivo el hecho que en su trayectoria, el grupo ha logrado diversificar sus líneas de negocios, sin dejar de enfocarse en lo que constituye su experiencia más relevante (negocios financieros relacionados por pequeñas y medianas empresas –PYMES-) y así lograr sinergia en cuanto al conocimiento de su segmento objetivo, en particular respecto al comportamiento y riesgo de éste (mayor eficiencia, por ejemplo, en los análisis de riesgo). A la fecha de clasificación el grupo tiene participación en negocios de sociedades de garantía recíproca, compañía de seguros, negocios de *factoring* y *leasing*, y, finalmente, fondos de inversión. Cabe considerar, además, que los accionistas, directorio y principales ejecutivos exhiben experiencia, como profesionales, en el sistema financiero y, adicionalmente, han exhibido una activa participación en la gestión de riesgo de **AVLA** por más de nueve años.

Dentro de las operaciones financieras –*leasing* y *factoring*– se reconoce la estructura financiera diseñada para reducir las pérdidas esperadas de sus colocaciones mediante el uso de certificados de fianzas emitidos por entidades no relacionadas al grupo, valorándose la decisión de la administración de utilizar las herramientas disponibles en el mercado para acotar los riesgos. Implícitamente, la categoría de riesgo asignada a **AVLA** asume que sus filiales mantienen esta política en los próximos años, sin descartar una reducción y eliminación paulatina en el tiempo del uso de este tipo de cobertura de riesgo. Con todo, el uso de los referidos certificados de fianza muestra la tendencia del grupo a la mitigación de los riesgos propios de las operaciones financieras.

Tampoco es ajeno a la clasificación el hecho que los negocios del *holding* tienen atenuantes que se desprenden de la propia actividad. Así, las operaciones de *factoring* permiten fortalecer la liquidez mediante la disminución en el nivel de colocaciones (sin mayores inconvenientes para revertir, posteriormente, la decisión). Por su parte, la sociedad de garantía, adecuadamente gestionada, puede posicionarse como una administradora que traspasa los riesgos de los certificados de fianza emitidos. En el caso de la compañía de seguros, existen exigencias normativas de patrimonio mínimo y la obligación de cubrir sus reservas (obligaciones de seguros) con una

cartera de inversión diversificada y de riesgo limitado. Adicionalmente, la empresa cuenta actualmente con contratos de reaseguro con un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional.

La asignación de la categoría de riesgo incorpora, además, que tanto la sociedad de garantía recíproca como la compañía de seguros, al menos como actualmente se ha estructurado su negocio, no son intensivas en deuda financiera; por lo tanto, la utilidades que se obtengan de estas compañías serían las principales fuentes de flujos para pagar los pasivos financieros del grupo.

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve restringida por cuanto, si bien el grupo ha tenido un desarrollo exitoso, ha mostrado un fuerte plan de crecimiento y, desde esa perspectiva, presenta rasgo propio de una empresa que aún no se ha consolidado plenamente¹ y, por ende, los riesgos inherentes a los procesos de consolidación; entre ellos, adaptación permanente de la organización a los nuevos volúmenes de actividad, en particular las áreas de control operativo. Cabe señalar que el emisor ha adquirido una corredora de la bolsa de productos y está iniciando sus actividades en Perú, que durante 2016 significó una pérdida de \$144 millones.

También, la evaluación recoge como elemento de juicio el hecho que el riesgo de la sociedad de factoring se traspasa a la sociedad matriz, por cuanto cualquier deterioro de la cartera de colocaciones que afecte el pago de la deuda de la filial deberá, necesariamente, ser respondida por la matriz (riesgo reputacional). Asimismo, no es descartable que los bancos restrinjan las líneas de créditos a las sociedades financieras no bancarias.

Como elemento de juicio se incorpora la necesidad de la matriz por diversificar sus ingresos y resultados, y así reducir su exposición a las utilidades de AVLA SGR, entidad que a la fecha se ha apoyado en los programas, cambiantes en el tiempo, que CORFO ha diseñado para este tipo de instituciones. No obstante lo anterior, la SGR postuló y se adjudicó una nueva línea de reafianzamiento bajo el esquema IGR IV, lo que le permite garantizar el crecimiento sostenido a largo plazo, en base a un apalancamiento directamente relacionado al patrimonio de la SGR. Adicionalmente, la SGR implementó un esquema de refinanciamiento privado, mitigando, de esta forma, la dependencia con CORFO.

Tampoco es ajeno al proceso de evaluación que la tendencia del mercado, en particular en los negocios financieros y de seguros, es avanzar continuamente a procesos de control con mayores grados de sofisticación; situación que demanda recursos para este tipo de inversión y, por ende, resultados elevados en términos absolutos y comparativos. Por ello cobra importancia mantener niveles elevados de operación, tanto para acceder de mejor forma a economías de escala y asegurar un comportamiento estadísticamente normal en las carteras de créditos y de seguros.

Otro elemento incluido en la asignación de la categoría de riesgo dice relación con la sensibilidad de las distintas líneas de negocio, dado su segmento objetivo, a los ciclos económicos recesivos. Cabe señalar que a la fecha,

¹ Reconociendo los ya cerca de nueve años de existencia de la compañía, para efectos de evaluación de **Humphreys**, una entidad está en desarrollo y no consolidada, cuando su tasa de crecimiento es comparativamente elevada y/o en los últimos años exhibe cambios relevantes y permanente en su estructura de generación de flujos

dada la antigüedad del *holding*, no existen antecedentes de su comportamiento bajo entornos de recesión o caídas en el producto interno.

La tendencia se evalúa "*Estable*"; sin perjuicio de analizar en el futuro la evolución de los negocios con menor nivel de consolidación y su impacto en el riesgo de la matriz.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que disminuya la importancia relativa de AVLA SGR como generador de dividendos hacia su matriz y, a la vez, otras empresas se conviertan en importantes generadores de flujos. También favorecería la clasificación, el hecho que la matriz continúe fortaleciéndose patrimonialmente, sin aumentar su nivel de deuda relativo.

Por otra parte podría reducirse la categoría de riesgo si las filiales no logran incrementar el nivel de utilidades que presentan a la fecha.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio apoyado en actividades con riesgo limitado.

Fortalezas complementarias

- Diversificación de actividades y sinergia grupo.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad profesional.
- Orientación conservadora en manejo de riesgo.
- Capacidad de manejo de liquidez del factoring y bajo requerimiento de endeudamiento financiero en otros negocios.
- Mayor consolidación de sistemas de controles internos.

Riesgos considerados

- Baja historia operativa como grupo (todavía es prematuro extrapolar para el futuro su comportamiento pasado, teniendo en cuenta que el perfil de las empresas evaluadas por **Humphreys** presentan, en general, más de 10 años de funcionamiento).
- Posible traspaso de riesgo de compañía de factoring (en particular por el riesgo asociado a la interrupción del financiamiento para las empresas de factoring en entornos económicos recesivos. También cobra importancia el acceso a bajo costo de "fondeo").
- Bajo historial con actual nivel de generación de utilidades de filiales
- Necesidad crecimiento (lo que implica cambios comparativamente elevados en la composición actual de las carteras de seguros de créditos y de factoring).
- Riesgo propio de su mercado objetivo (pyme) y de la industria en donde opera cada filial.

Hechos recientes

2016

Los activos totales del **AVLA** totalizaron casi \$59.808 millones a diciembre de 2016, lo que representó un incremento de más de 30% respecto a la base de activos a diciembre de 2015. Estos activos se financian con pasivos por \$47.820 millones y un patrimonio de \$11.988 millones.

Esta estructura permitió que durante 2016 la emisora generara ingresos por actividades ordinarias por \$35.212 millones, lo que representó un incremento de más de 57% respecto a 2015. En virtud que el costo de ventas se expandió en 43,7%, hasta \$19.615 millones, la ganancia bruta totalizó más de \$15.597 millones, incrementándose en un 80% respecto del registro de 2015.

Por su parte, los gastos de administración totalizaron \$11.305 millones, con lo cual la ganancia del ejercicio totalizó \$3.601 millones, exhibiendo una expansión de 14,3% respecto del año anterior.

Junio 2017

Comparado el primer semestre de 2016 y de 2017, se observa que los ingresos del **AVLA** se incrementaron en 40,5%, totalizando \$19.957 millones. La ganancia bruta, por su parte, alcanzó \$8.296 millones a junio de 2017, lo que implica un incremento de 24,7% respecto al mismo período del año anterior y representa el 41,6% de los ingresos (46,8% en junio de 2016)

En el mismo período, los gastos de administración aumentaron en 16,4% hasta \$6.405 millones, valor equivalente al 32,1% de los ingresos (lo que representa una caída desde el 38,7% registrado en 2016).

Con todo, a junio de 2017, se obtuvo una ganancia del ejercicio de \$1.669 millones, representando el 8,4% de los ingresos (guarismo que en 2016 alcanzó un 11,2% de los ingresos).

Cambios Directorio

Durante 2017 se han incorporado dos directores a la matriz de **AVLA** con amplia experiencia en el mercado financiero, así como la incorporación a las filiales SGR y compañía de seguros, de dos directores independientes de la propiedad, y que cuentan a su vez con amplia experiencia en el mercado de capitales y en la academia, lo que permitirá fortalecer el gobierno corporativo de estas entidades.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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 Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Modelo apoyado en actividades de bajo riesgo: Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **AVLA** la fiscalización a que deben someterse dos de sus filiales que representaron conjuntamente casi un 92% de los ingresos del grupo durante 2016. Cabe considerar que según la última información disponible las inversiones de la compañía de seguros representaban un valor levemente superior a sus obligaciones del giro (aunque no todas constituían inversiones representativas de reservas técnicas, lo cual no inhibe que se trata de activos de bajo riesgo). Las inversiones totales superan las reservas netas. La SGR debe presentar a la SBIF y a CORFO, dos veces al año, una evaluación de riesgo independiente (también tiene exigencias patrimoniales). Por su parte, como parte de la concepción del negocio, la administración ha ido intensificando sus controles internos más allá de lo exigido por las normativas.

Diversificación de actividades y sinergia grupo: Además de las filiales señaladas en el acápite anterior, el grupo opera una compañía de factoring, así como otras compañías menos relevantes desde el punto de vista patrimonial o de generación de ingresos, tales como fondos de inversión o asesorías financieras a PYMES (los ingresos de la compañía de seguros, de la SGR y factoring tienen una importancia relativa aproximada de 64%, 23% y 8%, respectivamente).

Capacidad profesional: Los socios ejecutivos del grupo cuentan con amplia experiencia en el sistema financiero chileno, lo que les permite conocer las particularidades del mercado. Además, su extensa carrera les permite haber conocido situaciones de crisis que ha enfrentado la banca chilena en las últimas décadas. Adicionalmente, en lo relativo a las SGRs, sus ejecutivos han sido los pioneros y principales impulsores de la industria (fue la primera entidad en operar en el mercado y se ha constituido como la líder en términos de avales entregados). Cabe señalar que en 2013 el grupo tenía ventas por \$1.430 millones y en 2016 finalizó con \$35.212 millones.

Orientación conservadora en manejo de riesgo: La utilización de los certificados de fianzas de terceros independientes como instrumento para reducir la exposición a las pérdidas en sus operaciones de leasing, ha permitido a la administración acotar los niveles de riesgo soportado por la operación del grupo. Adicionalmente, la filial de seguros cuenta actualmente con contratos de reaseguro con un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional. Con todo, lo relevante de este punto es la tendencia mostrada por la administración para acotar la exposición de su patrimonio y su capacidad para utilizar los instrumentos financieros que ofrece el mercado.

Capacidad de manejo de liquidez de factoring: El negocio de factoring, dado el reducido plazo de las operaciones, tiene la particularidad de ajustarse rápidamente a las condiciones de tasa de interés del mercado. Asimismo, ya sea vía aumento de tasa interés o mediante decisiones internas de la administración, es posible limitar el flujo de las colocaciones y así fortalecer la liquidez de la empresa a medida que van venciendo las operaciones vigentes (adecuándose a eventuales restricciones coyunturales que imponga el sistema financiero). También, en caso de estrés financiero, está la posibilidad de vender cartera.

Baja necesidad de deuda financiera en seguros y SGR: La compañía de seguros y la sociedad de garantía recíprocas presentan bajos niveles de apalancamiento y se estima que presentarán en el futuro necesidades de financiamiento acotadas, lo que permitiría que las utilidades de estas podrían apoyar a la matriz para enfrentar el pago de la deuda traspasada a la empresa de factoring. A la fecha estas entidades no tienen deuda financiera.

Factores de riesgo

Baja historia operativa como grupo: La sociedad matriz del *holding* fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013, en tanto que sus empresas operativas, a excepción de la sociedad de garantía recíproca, presentan una reducida historia. En efecto, AVLA Financiamiento fue constituida en septiembre de 2012 y sólo durante 2014 ha presentado resultados positivos, en tanto que AVLA Compañía de Seguros de Garantías y Crédito se constituyó en marzo de 2014 y solo en 2016 ha comenzado a exhibir resultados positivos. Además, la agresiva estrategia de crecimiento da a las instituciones rasgos de empresas en desarrollo.

Riesgo propio del factoring: La empresa AVLA Financiamiento se orienta principalmente a la pequeña y mediana empresa, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos -al margen de que en la última crisis haya mostrado, en general, un buen comportamiento de pago-. Las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa. Tampoco se puede desconocer que la entidad, directa o indirectamente, compite con entidades con menor costo de financiamiento.

Bajo historial con nivel de utilidades actual: Aun cuando las utilidades del grupo han mostrado un importante crecimiento, alcanzando en 2016 más de \$3.600 millones, la generación de estos resultados ha sido dispar en cada uno de los períodos. En efecto, mientras que en 2014 el 96% de estos resultados provenía de la operación de la SGR, este guarismo cayó a 84% en 2015, debido al incremento a las utilidades provenientes del segmento Financiamiento. Más aún, durante 2016 vuelve a alterarse la composición, debido a los resultados provenientes de la compañía de seguros, que da cuenta del 36% de las utilidades del grupo. Estos cambios en la estructura de los resultados aún no permiten inferir que el *holding* se encuentre consolidado, enfrentando, de este modo, los riesgos inherentes a las compañías en crecimiento y no consolidadas.

Necesidad de crecimiento: Si bien la SGR presenta una escala relevante dentro de la industria y la compañía de seguros se ha posicionado adecuadamente en su segmento de mercado, la compañía financiera del *holding*

muestra un reducido tamaño relativo dentro de su sector, situación que afecta los niveles de competitividad y torna más relevante la necesidad de crecimiento de la cartera de factoring. Asimismo se debe considerar que la competencia directa o indirecta de mayor envergadura tiene acceso a un menor costo de fondeo. Por otra parte, el mayor *stock* de colocaciones, adecuadamente diversificado, repercute favorablemente en la atomización de los riesgos y en el comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia (aun cuando el descuento de documentos no sea ya el foco del modelo de negocio del *holding*, ello no inhibe los riesgos propios del sector mientras se participe de él).

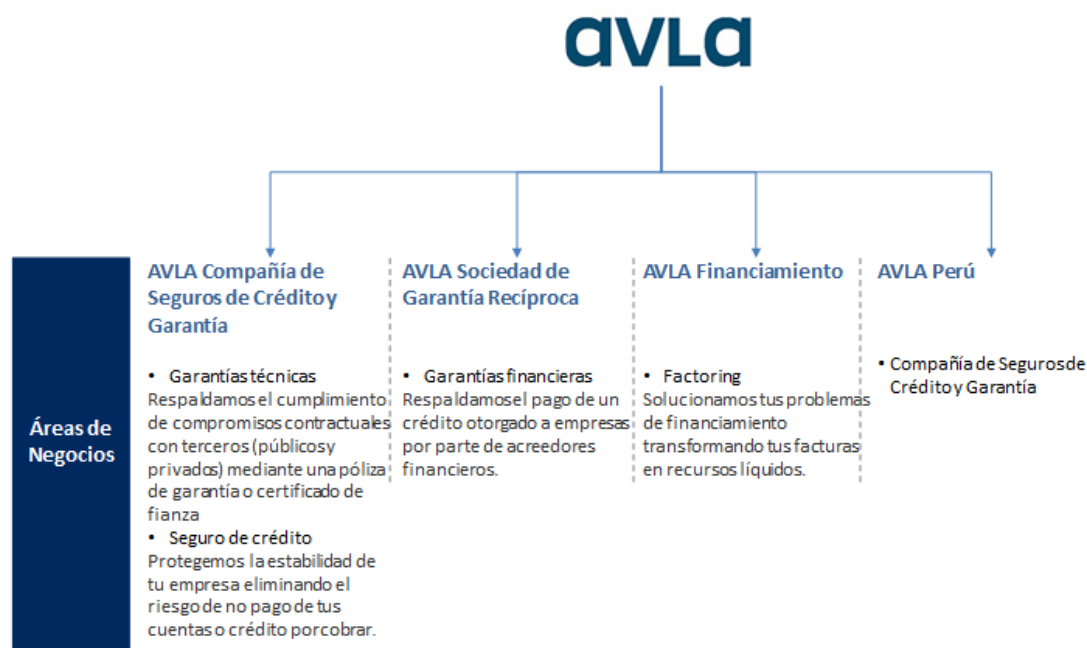
Antecedentes generales

Empresa

AVLA es un *holding* compuesto por las filiales AVLA SGR, First Aval SGR, AVLA Financiamiento y AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, como las empresas más relevantes. La matriz fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013.

La estructura corporativa del *holding*, se presenta en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Estructura Corporativa AVLA



AVLA S.A.G.R., constituida en 2008, tiene como objeto el caucionar las obligaciones asumidas por pequeñas y medianas empresas con sus acreedores y prestar asesoramiento técnico, legal y económico para el mejoramiento de las actividades empresariales de sus clientes (First Aval SGR, adquirida con posterioridad a

2008, tiene el mismo objetivo, pero actúa como una persona jurídica diferente). AVLA Financiamiento, constituida en 2012, realiza operaciones de factoring, en tanto que su filial AVLA Leasing S.A. efectúa los negocios de créditos y leasing. Por su lado, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, compañía constituida en 2014, se especializa, como lo señala su razón social, en seguros de garantías y seguros de crédito.

La estructura de propiedad del **AVLA** se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1
Estructura Propiedad AVLA

Accionista	Porcentaje de propiedad
Inversiones Bonus Ltda.	3,00%
Inversiones Franja Ltda.	5,4%
Sociedad de Inversiones y Asesorías Golfo de Darien	10,8%
Inversiones Los Bumps Dos Limitada.	14,2%
Inversiones Los Bumps Uno Limitada.	19,9%
CHG Asesorías e Inversiones Ltda	14,5%
Inversiones Alcántara SPA	15,9%
Pedro Pablo Alamos E.I.R.L.	16,3%

Por su parte, el Directorio de **AVLA** se presenta en la Tabla 2.

Tabla 2
Directorio AVLA

Nombre	Cargo
Diego Fleischamnn Ch.	Presidente
Gerardo Varela A.	Director
Alberto Chadwick	Director
Juan Carlos Jobbet	Director
Juan Conrads Z.	Director
Andrés Segú U.	Director
Pedro Pablo Alamos R.	Director

Líneas de negocio

AVLA, a través de sus filiales AVLA S.A.G.R. y First Aval S.A.G.R, AVLA Chile Seguros de Crédito y Garantía y AVLA Financiamiento participa en el mercado de afianzamiento de crédito, seguros y factoring y leasing, respectivamente.

Mercado de instituciones de garantía recíproca (IGR o SGR)

Esta actividad tiene como objetivo principal otorgar garantías personales a los acreedores de los clientes de las SGRs con la finalidad de caucionar las obligaciones que contraigan en relación con las actividades propias de su ámbito empresarial, productivo, profesional o comercial (por esta función, la SGRs cobran una comisión, reciben una contra-garantía que reduce su exposición y, además, puede traspasar los riesgos a fondos con aportes de CORFO creados específicamente para estos fines). Asimismo, dentro de su giro de negocio se incluye el asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus clientes; 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.

Mercado

De acuerdo a la última información disponible, en Chile operan quince instituciones de garantía recíproca, siendo AVLA S.A.G.R. la líder de la industria en términos de colocaciones (incluso excluyendo la participación de First AVAL SGR).

Empresa

Al 31 de marzo de 2017 AVLA S.A.G.R., contabilizaba certificados por un monto vigente de \$ 286.914 millones (equivalente a US\$ 432 millones), correspondientes a 2.390 certificados y a 2.390 empresas. La entidad cuenta con seis fondos de garantía CORFO y tres modalidades de reafianzamiento privado. Por su parte, a la misma fecha, a través de First Aval S.A.G.R., el grupo avalaba operaciones por \$ 25.272 millones, correspondiente a 139 certificados vigentes.

Estado de Situación S.A.G.R. IFRS					
M\$ de cada período	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17
Activo Corrientes	2.457.792	4.737.442	5.985.367	9.966.665	13.796.183
Activo No Corrientes y Otros Activos	5.079.222	5.197.406	7.105.051	8.626.792	8.817.097
Total Activos	7.537.014	9.934.848	13.090.418	18.593.457	22.613.280
Pasivo Corriente	2.159.412	3.531.342	5.442.003	7.574.685	11.148.048
Pasivo No Corriente	2.807.960	3.721.235	4.299.184	5.888.265	6.352.803
Patrimonio	2.569.642	2.682.271	3.349.231	5.130.507	5.112.429
Total Pasivos	7.537.014	9.934.848	13.090.418	18.593.457	22.613.280

Estado de resultados S.A.G.R. IFRS					
M\$ de cada período	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17
Ingresos de Actividades Ordinarias	9.483.437	7.952.198	8.506.989	12.464.284	3.008.880
Costo de Ventas	- 4.863.882	- 2.825.209	-2.602.724	-4.946.855	-1.524.494
Ganancia Bruta	4.617.482	5.105.237	5.904.265	7.517.429	1.484.386
Gastos de Administración	- 3.953.058	- 4.378.691	-4.958.707	-5.584.944	-1.201.904
Resultado Neto	744.360	613.241	1.248.937	1.775.643	-17.884

Cabe señalar que la SGR, al menos como AVLA ha estructurado su negocio, presenta un bajo riesgo financiero, por cuanto los riesgos propios asociados a los certificados de afianzamiento son traspasados íntegramente a un fondo de garantía, el cual puede re-afianzar, en el caso de los fondos con garantía CORFO, hasta tres veces el valor de sus activos (ello sin considerar las contra-garantías entregadas por el sujeto avalado), y en el caso del fondo privado, hasta cinco veces. Con todo, subsiste un riesgo operativo que, a juicio de la clasificadora, es adecuadamente administrado por AVLA.

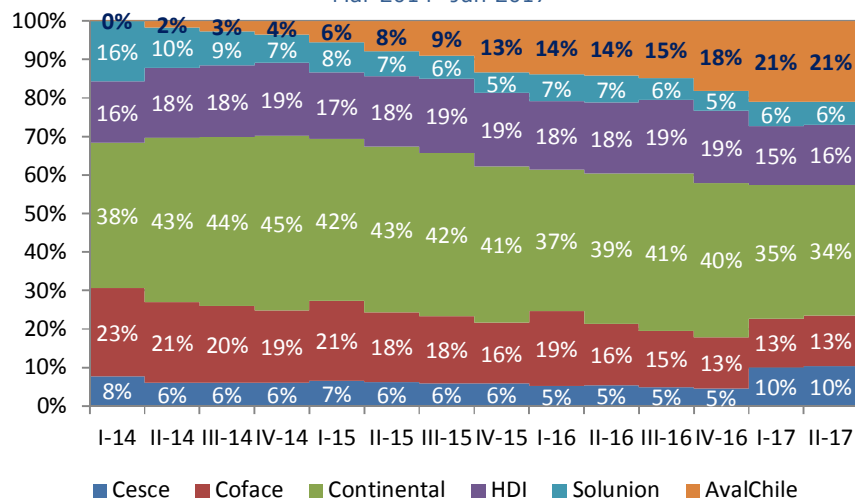
Mercado de seguros de crédito

Las aseguradoras que están insertas en el mercado de seguros de crédito pueden ofrecer exclusivamente seguros de garantía, fidelidad y crédito local y a la exportación. Sin embargo, los dos primeros ramos pueden ser ofertados por cualquier compañía de seguros generales del país, mientras que los de crédito solo pueden ser ofrecidos exclusivamente por aseguradoras que presenten el giro de garantía y crédito. La sociedad del grupo es intensiva en seguros de garantía, pero también mantiene vigente pólizas de créditos.

Mercado

Según datos al cierre junio de 2017, el mercado de las aseguradoras de garantía y crédito estaba compuesto por seis compañías, entre ellas, AVLA Seguros de Garantía y Crédito. Durante el primer semestre del año 2017 el primaje directo de las seis compañías del rubro fue UF 1.791.237. A continuación, se presenta la participación de cada una de ellas respecto a la prima directa total de las seis compañías de giro exclusivo (garantía y crédito) (ver Ilustración 2). Se aprecia el crecimiento de la prima directa de AVLA Seguros de Garantía y Crédito en el período 2014-2017.

Ilustración 2
Distribución de la Prima Directa
Mar 2014- Jun 2017



Empresa

AVLA Seguros de Garantía y Crédito fue constituida el 13 de marzo de 2014, siendo su objetivo, en primera instancia, la venta de seguros de garantía y, en segunda instancia, la comercialización de seguros de crédito. La compañía se orienta principalmente a las pequeñas y medianas empresas. Conforme a su giro, puede cubrir los riesgos de crédito local y de exportaciones, de garantía y fidelidad.

Al cierre del año 2016, la prima directa de la compañía fue de casi \$ 15.375 millones, concentrada en un 86% en venta de seguros de garantía. A la misma fecha presentó retención de prima del 30,6%, costos de siniestros por \$ 1.053 millones y un costo de administración de \$ 3.123 millones. El resultado del año 2016 alcanzó \$ 1.302 millones.

Durante el primer semestre de 2017 la prima directa de la compañía aumentó un 80% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando un monto de \$ 10.016 millones. Los costos de siniestros aumentaron 2,3 veces sumando \$ 1.862 millones. Por su parte los costos de administración fueron de \$ 2.002 millones (33% mayores al mismo semestre del año anterior), representando el 20,0% de la prima directa (20,3% y 27,3% en diciembre y junio de 2016, respectivamente). Con todo, el margen de contribución aumentó en un 80,7% en relación a junio de 2016. Así, el resultado de la compañía a junio de 2017, registró una ganancia de \$ 821 millones, lo cual es tres veces superior a lo obtenido en el mismo período del año anterior.

Estado de Situación IFRS				
M\$	dic-14	dic-15	dic 16	jun-17
Inversiones	3.471.750	5.838.537	12.024.706	13.074.701
Total cuentas de seguros	2.362.106	10.896.215	14.510.984	20.252.605
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	1.924.919	6.628.554	10.317.588	14.623.628
Otros activos	47.484	262.019	623.081	352.380
Total activos	5.902.821	14.402.721	22.165.607	34.908.473
Reservas técnicas	2.149.035	8.200.145	14.458.561	20.693.639
Deudas por operaciones de seguro	1.259.655	4.918.343	6.421.196	7.133.587
Otros pasivos	189.592	1.161.196	1.048.886	1.508.177
Patrimonio	2.267.631	2.594.050	4.993.165	5.572.972

Estado de Resultado IFRS				
M\$	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Prima directa	2.110.807	10.355.248	15.374.663	10.016.027
Prima cedida	1.787.062	8.248.727	10.673.992	6.853.996
Prima retenida	323.745	2.106.520	4.700.671	3.162.030
Costo de siniestros	96.359	119.894	1.052.746	1.862.074
R. intermediación	-112.287	-561.111	-2.052.718	-1.985.781
Costo de administración	811.967	1.853.983	3.122.958	2.001.661
Resultado de inversiones	3.740	17.895	140.678	193.866
Resultado final	-491.439	-444.192	1.301.838	820.792

Mercado de factoring y de leasing

AVLA Financiamiento tiene como objetivo la realización de operaciones de factoring, incluyéndose en ella la adquisición de valores mercantiles a personas naturales o jurídicas, con o sin responsabilidad para ellos, y adelantando o no el valor futuro de dichos documentos, del todo o parte de sus créditos o cuentas por cobrar, documentadas en facturas, letras de cambio, pagarés y cualesquiera otros instrumentos, sea que tengan o no carácter de comerciales.

Mercado

La industria del factoring se constituye en una herramienta de financiamiento para todo tipo de empresas, al proporcionar el capital de trabajo necesario para su desenvolvimiento mediante la cesión de sus cuentas por cobrar a la empresa de factoring, que es la encargada de recuperar dichos créditos cedidos. En Chile, el sector de la Pyme constituye el mercado objetivo del factoring.

Esta industria, al menos en sus aspectos más formales, tiene algo más de 20 años y desde su inicio se ha caracterizado por un continuo crecimiento. El sector de la Pyme en Chile se estima en 100.000 compañías, de las cuales aproximadamente un 18% se encuentra operando activamente con esta industria (no obstante, según el Servicio de Impuestos Internos, las empresas medianas y pequeñas, habrían totalizado más de 219.953 durante 2016, cifras que no debiera tener un cambio significativo en lo más reciente, al menos en el sentido de reflejar la amplia masa de empresas).²

Desde el punto de vista legal, las empresas de factoring, puesto que carecen de un marco jurídico especial para operar, se sustentan básicamente en los códigos Civil y de Comercio, así como en la ley Nº 19.983 del 15 de diciembre del 2004, que le otorga mérito ejecutivo a la factura, y la ley Nº 20.323, publicada en 29 de enero de 2009, que modifica la ley Nº 19.983 fundamentalmente en que disminuye los requisitos establecidos para que la factura sea cedible y tenga mérito ejecutivo y además, limita la posibilidad del deudor de interponer excepciones personales que tuviere en contra del cliente, al cobro del documento por parte del nuevo acreedor.

Las empresas de factoring se dividen en tres grandes grupos: i) las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la ACHEF; ii) las independientes³, estructuradas profesionalmente, muchas de ellas agrupadas bajo Empresas de Factoring Chile A.G. y algunas acogidas a la fiscalización de la SVS,; y iii) sociedades con alto nivel de informalidad.

De acuerdo a la información pública más reciente, según la asociación de Empresas de Factoring de Chile A.G. a diciembre de 2015 sus asociadas sumaban un *stock* de colocaciones de aproximadamente \$281.653 millones (aproximadamente US\$397 millones), representando una variación de 21% en 12 meses, operando con 6.134 clientes vigentes a diciembre de dicho año (variación anual de 15%). Los deudores pasaron de 13.908 a 14.786 entre diciembre de 2014 y 2015.

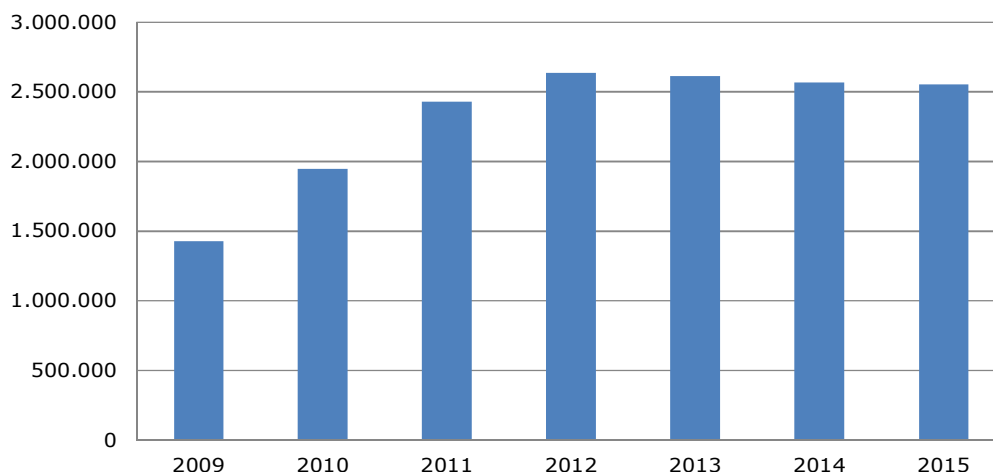
Por su parte, según cifras publicadas por la ACHEF (asociadas, principalmente, a bancos), a diciembre de 2015, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de \$2.552.414 millones (aproximadamente US\$ 3.594 millones). La evolución de las colocaciones se presentan en el siguiente gráfico:

² http://www.sii.cl/estadisticas/empresas_tamano_ventas.htm.

³ Dentro de este grupo puede incluirse a AVLA Financiamiento.

Ilustración 3

Colocaciones industria factoring (MM\$)



Empresa

A junio de 2017 las colocaciones brutas de factoring de la filial alcanzaron \$6.881 millones, las de leasing \$2.105 millones y las colocaciones de crédito, por \$1.990 millones. A ello se suma \$2.115 por otras cuentas por cobrar a clientes. La utilidad ascendió a \$207 millones, el 15,1% de los ingresos.

A fines de 2016 las colocaciones netas totales de AVLA Financiamiento alcanzaron más de \$12.477 millones, lo que significó una caída de 25,7% respecto a 2015. La base de activos alcanzó \$17.066 millones, financiadas con pasivos por \$12.196 millones, y un patrimonio ascendiente a \$4.870 millones. Durante el ejercicio 2016 registró una ganancia por \$625 millones, que se compara favorablemente con el resultado de \$532 millones exhibida durante 2015.

Según lo informado por la compañía, AVLA Financiamiento se encuentra en proceso de disminución de sus actividades, manteniendo sólo aquellas operaciones ya en curso, por lo que se esperaría una tendencia decreciente en resultados y en base de activos.

Estado de Situación IFRS					
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Activos corrientes	3.602.983	16.393.957	14.913.782	14.446.274	10.319.902
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	2.511.612	15.542.020	11.573.768	10.491.120	7.018.082
Activos no corrientes	1.698	53.414	5.286.150	2.619.661	1.680.668
Total Activos	3.604.681	16.452.955	20.199.932	17.065.936	12.000.570
Pasivos corrientes	2.615.964	12.574.752	15.949.000	11.902.254	7.495.306
Pasivos no corrientes	0	0	0	294.143	285.562
Total Pasivos	2.615.964	12.574.752	15.949.000	12.196.397	7.780.868
Patrimonio	988.717	3.878.203	4.250.932	4.869.539	4.219.703

Estado de Resultado IFRS					
M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Ingreso de Actividades Ordinarias	354.938	1.489.305	3.363.753	3.969.142	1.370.789
Costo de Ventas	-90.373	-677.646	-1.546.733	-1.873.006	-507.486
Ganancia Bruta	264.565	811.659	1.817.020	2.096.136	863.303
Gastos de Administración	-271.351	-831.011	-1.294.345	-227.802	-582.630
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-12.567	67.233	532.470	625.041	206.660

Administración del negocio

Administración de certificados de fianzas

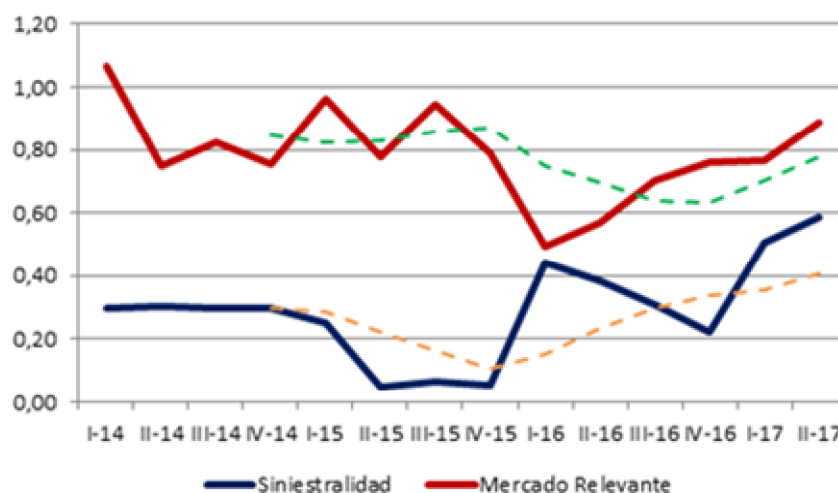
La compañía administra 6 fondos de garantía a través de AVLA S.A.G.R y un fondo a través de First Aval S.A.G.R. en donde están alojados todos los certificados de fianzas emitidos. De acuerdo con la última revisión efectuada por **Humphreys**, los principales indicadores de la actividad de estos fondos son los que se muestran a continuación:

Categoría	Indicador	Aval Chile I	Ach. Reconst.	Propyme II	Propyme III	Propyme IV	Propyme V	IGR Aval Chile	Póliza de Seguro	Propios Fogape	Refianzamiento I
Monto activos, fianzas y contragarantías traspasadas (UF)	Valor activos fondo	69.552	50.797	265.805	251.694	302.580	525.755	0	0	0	0
	Fianzas vigentes	114.167	63.860	697.868	646.377	669.033	1.549.232	712.511	4.840.021	63.071	1.482.290
	Fianzas retenidas	25.862	27.960	267.314	298.355	290.449	239.322	704.053	0	14.988	129.513
	Contragarantías netas	88.305	35.900	430.553	348.021	378.584	1.309.910	8.458	12.176	48.083	1.352.777
Relación fianzas sobre fondos	IRB	1,64	1,26	2,63	2,57	2,21	2,95				
	IRN	0,37	0,55	1,01	1,19	0,96	0,46				
Certificados vigentes	Nº certificados	86	61	535	271	265	213	154	557	97	151
	Nº empresas afianzadas	82	57	449	234	226	148	132	154	93	119
Número empresas con contragarantía ("CG")	% empresas con CG	77%	56%	62%	54%	57%	85%	1%	0%	76%	91%
	% empresas con FOGAPE	17%	23%	15%	9%	7%	0%	0%	0%	51%	0%
	% empresas con CG real	60%	33%	46%	45%	50%	84%	1%	0%	25%	91%
Valor contra garantías UF	Contragarantía neta / fianzas	77%	56%	62%	54%	57%	85%	1%	0%	76%	91%
Monto afianzado por empresa UF	Monto promedio por empresa	1.392	1.120	1.554	2.762	2.960	10.468	5.398	31.429	678	12.456
	Monto máximo por empresa	12.624	10.360	38.312	46.951	22.337	63.016	52.819	1.720.491	4.180	48.839
Monto afianzado neto de CG UF	Monto promedio por empresa	315	491	595	1.275	1.285	1.617	5.334	0	161	1.088

Siniestralidad de seguros

La siniestralidad retenida de la compañía de seguros, tanto a junio de 2017 como en períodos anteriores, presenta un mejor comportamiento que su mercado relevante. Al inicio de las operaciones de AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, la siniestralidad era de 30% mientras que el mercado registró un 107%. Al cierre de junio de 2017 la compañía filial y el mercado presentan valores de 59% y 89%, respectivamente. A continuación se presenta la evolución del indicador para la compañía y para su competencia relevante.

Ilustración 4

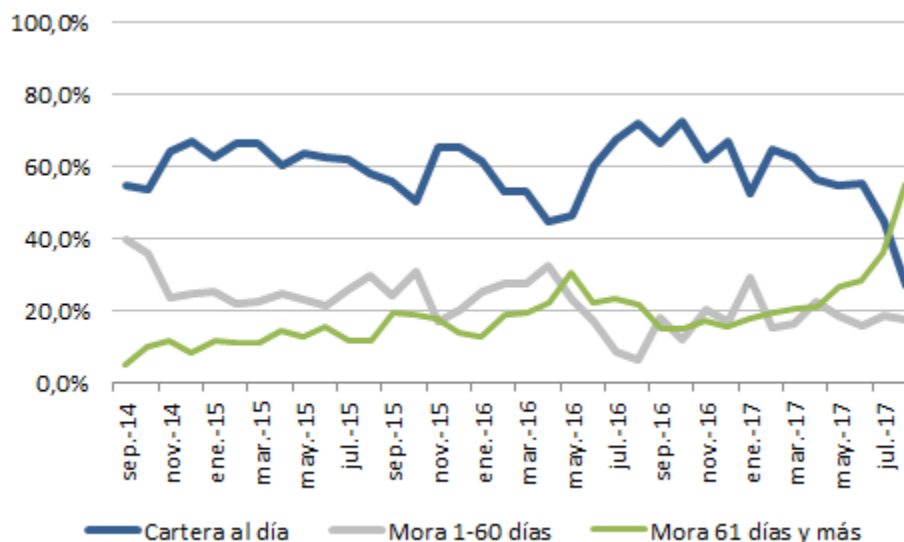


Cartera de factoring y leasing

Debido a que, según lo informado por la empresa, el segmento de financiamiento está en proceso de disminución de actividad, la mora de la cartera, que hasta enero de 2017 presentaba un comportamiento más bien estable, con posterioridad presenta un continuo deterioro conforme vencen las colocaciones al día, en tanto se mantienen en cartera aquellas colocaciones que han caído en algún tramo de mora.

Es así como, a agosto de 2017, la cartera al día se ha contraído hasta un 27% de la cartera total, en tanto que aquella con mora entre 1 y 60 días representa un 18% de la cartera total, mientras que la cartera con mora mayor a 60 días ya representa un 55% de la cartera total, estimándose que este último guarismo se incremente en los períodos sucesivos (ver Ilustración 5).

Ilustración 5
Mora Factoring, Leasing y Créditos



Riesgo de descalce

En el caso de AVLA SGR y AVLA Financiamiento, las operaciones denominadas en “moneda extranjera” y/o “unidades reajustables” se registran según los tipos de cambio y/ valores de cierre vigentes en las fechas de las respectivas operaciones, por lo cual la empresa enfrenta un eventual riesgo de descalce de monedas.

En el caso de AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, la exposición se produce debido a la volatilidad de diversos factores no controlables, como la tasa de interés, tipo de cambio, inflación, etc., que afectan la valorización de los instrumentos mantenidos en cartera. Sin embargo el Directorio de la compañía ha decidido establecer la política de no utilizar productos derivados.

Sin perjuicio de lo anterior, en opinión de la clasificadora, los riesgos asociados son acotados y factibles de ser administrados vía un adecuado seguimiento de las respectivas exposiciones.

Crédito y cobranza

Cada una de las empresas operativas realiza las acciones pertinentes para morigerar el riesgo de crédito. En efecto, en el caso de AVLA SGR existen tres comités par la aprobación de operaciones, cada uno de los cuales tiene distintas atribuciones, dependiendo del monto y garantías de las transacciones. Posteriormente, un comité de seguimiento de cartera permite detectar anticipadamente cambios en la evolución del riesgo de los clientes y su entorno.

En el caso AVLA Financiamiento, existen políticas de crédito que permiten atenuar el riesgo crediticio, enfocándose en la evaluación del deudor del documento, aprobándose aquellas operaciones y clientes que tengan deudores con alta capacidad de pago y sin problemas de liquidez en el corto plazo. Asimismo, se contempla un seguimiento permanente de la cartera y la cobranza. Con todo, la cobranza se ve favorecida puesto que la mayoría de las operaciones de crédito y leasing cuentan con cobertura de certificados de fianzas de otras SGRs, al 100% y 80% respectivamente.

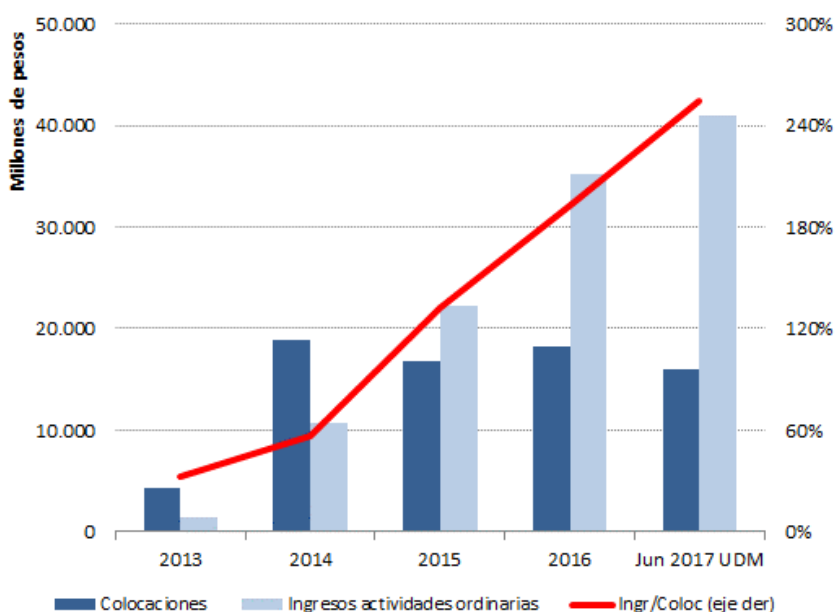
A objeto de reducir su exposición a las pérdidas por insolvencia en sus inversiones que respaldan reservas técnicas y patrimonio de riesgo, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos no realiza inversiones en instrumentos con una clasificación de riesgo local inferior a BBB+ o no dispongan de clasificación de riesgo local, en instrumentos no inscritos en el registro que lleva la SVS y la SBIF, o bien otras inversiones, de acuerdo a lo definido en la NCG 152, publicada por la SVS. Adicionalmente, se contempla requisitos de diversificación de los instrumentos financieros, por tipo, sector, emisores, etc. Cabe considerar que las operaciones de las compañías de seguros deben someterse a la normativa dictada por la SVS y al control de este organismo fiscalizador.

Análisis financiero

Evolución de ingresos y colocaciones

AVLA ha presentado una tendencia creciente en su nivel de actividad ordinaria, alcanzando, a junio de 2017 un *stock* de colocaciones y derechos por cobrar por casi \$17.095 millones, en tanto que los ingresos (últimos doce meses) se situaron en torno a los \$40.962 millones, como se aprecia en la Ilustración 6. De esta manera, la razón Ingresos/Colocaciones, que en 2013 exhibía un valor de 33%, hacia junio del presente año se situó en casi 240%, lo que refleja la importancia que han ido adquiriendo el negocio de re-afianzamiento y de seguros por sobre el de factoring y leasing.

Ilustración 6
AVLA
Colocaciones, Ingresos de actividades Ordinarias e Ingresos/Colocaciones



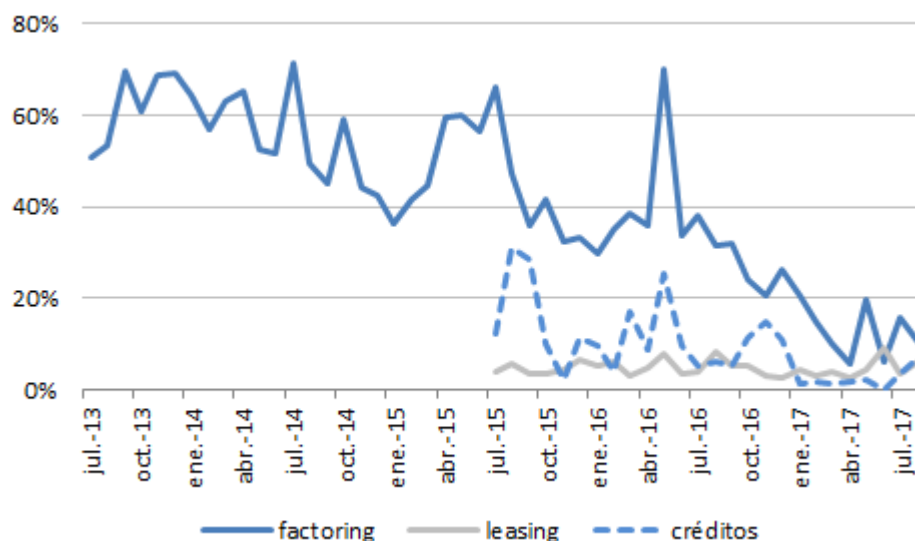
Tasa de pago⁴

La tasa de pago del factoring, que en el período julio 2013-julio 2014 se había mantenido en torno al 60%, exhibió una consistente caída, con una transitoria recuperación en 2015. Posteriormente, este indicador ha continuado contrayéndose, situándose en aproximadamente 10%, consistente con la decisión estratégica de la administración de disminuir sus actividades (ver Ilustración 7).⁵

⁴ Recaudación como porcentaje del *stock* de colocaciones.

⁵ De esta manera, la cartera existente corresponde, como se dijo más arriba, a aquella con mayor morosidad, con la consecuente caída en su tasa de pago.

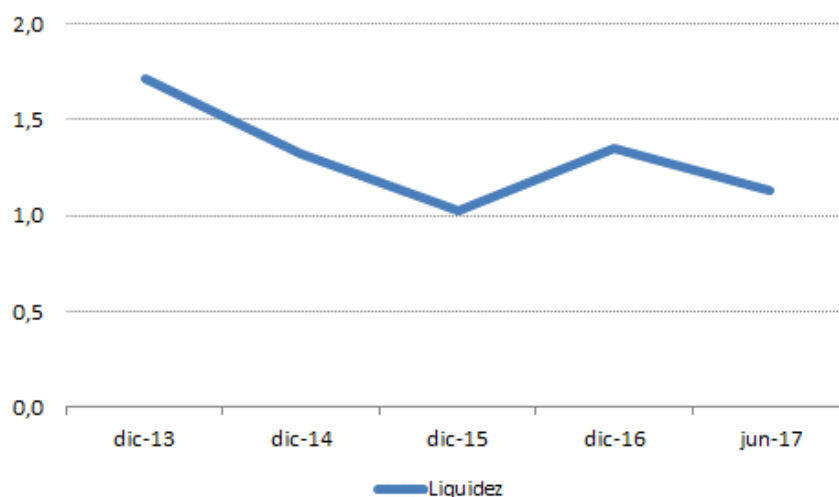
Ilustración 7
Factoring, Leasing y Crédito
Tasa de Pago



Liquidez

La liquidez de **AVLA**, definida como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes presentó una tendencia decreciente hasta diciembre de 2015, situación que se revirtió durante 2016, situándose en niveles cercanos a 1,1 en el ejercicio finalizado en junio de 2017. No obstante, el ratio de liquidez se mantiene consistentemente en niveles superiores a 1 vez, como se aprecia en la Ilustración 8.

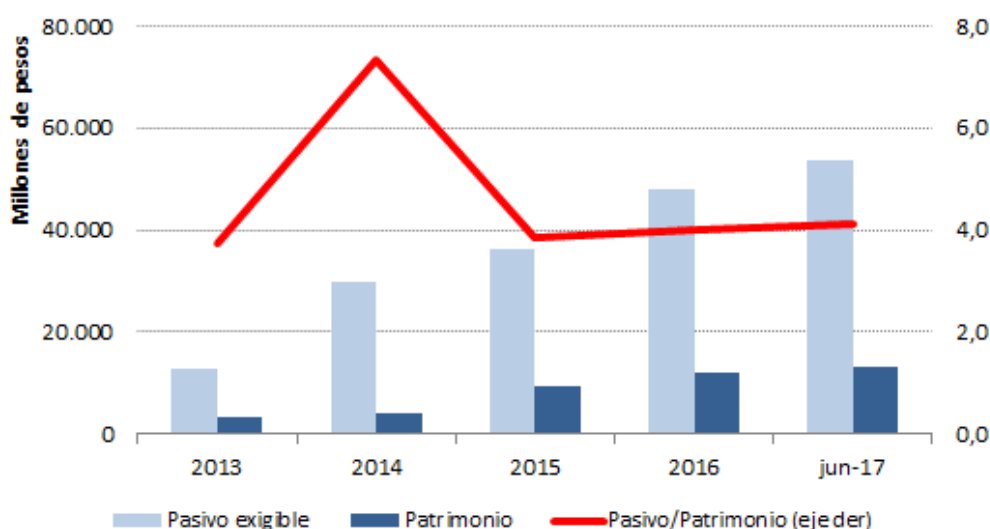
Ilustración 8
AVLA
Liquidez



Endeudamiento

El endeudamiento de **AVLA**, definida como la relación entre el pasivo exigible y el patrimonio del grupo, mostró una tendencia creciente entre 2013 y 2014, asociado principalmente a los requerimientos asociados al crecimiento de la cartera de colocaciones del negocio financiero, incrementándose, de esta manera, de 3,7 a 7,3 veces en el período. No obstante, debido al incremento de la base patrimonial, se observa una baja en este indicador, el que se ha estabilizado en torno a las 4 veces entre 2015 y el período finalizado en junio de 2017, como muestra la Ilustración 9.

Ilustración 9
AVLA
Endeudamiento

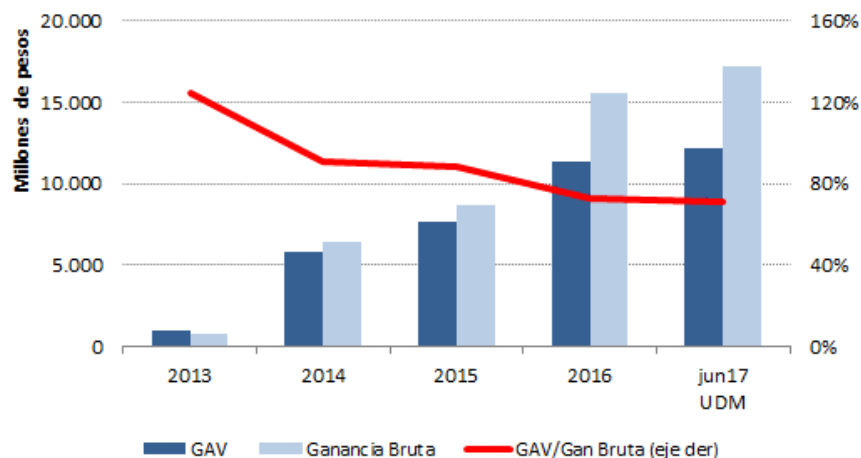


Por otro lado, la deuda de matriz asciende a \$5.832 millones, correspondiente a la línea de efectos de comercio colocada por **AVLA**. Esta deuda requiere ser refinanciada, y, de acuerdo a lo informado a esta clasificadora, la compañía se encuentra trabajando en este proceso.

Eficiencia

La eficiencia de **AVLA**, definida como la relación entre los Gastos de Administración y Ventas sobre la Ganancia Bruta, ha mostrado una trayectoria decreciente desde 2013, período en que el GAV representó un 124% de ña ganancia bruta, hasta significar menos del 71% en los doce meses finalizados en junio de 2017.. Este mejoramiento de la eficiencia sería indicativo de las economías de escala asociadas al incremento del nivel de actividad global del grupo.

Ilustración 10
AVLA S.A.
Gasto Administración y Ventas y Ganancia Bruta



Características de las emisiones vigentes

Línea de efectos de comercio inscrita	
Nº y fecha de inscripción	Nº 111 del 12 de abril de 2016
Monto máximo	\$ 10.000.000.0000
Plazo vencimiento	10 años
Fecha vencimiento	Abril de 2026

El contrato de emisión para la línea de efectos de comercio presenta los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	Junio 2017
Razón de endeudamiento	< 5,00 veces	4,12 veces
Razón corriente	> 1,00 vez	1,13 veces
Patrimonio mínimo	UF 300.000	UF 489.654

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."