



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

A n a l i s t a

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Tanner Servicios Financieros S.A.

Agosto 2014

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
Líneas de bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia	A+ ¹ Nivel 1/A+ ² Estable ³
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 marzo 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 509 de 08.08.2007
Línea de bonos	Nº 548 de 03.09.2008
Serie B	Primera emisión
Serie F	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 625 de 15.12.2009
Serie C	Primera emisión
Serie E	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 656 de 23.03.2011
Serie G	Primera emisión
Serie H	Primera emisión
Serie I	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 709 de 07.03.2012
Serie N	Segunda emisión
Serie O	Segunda emisión
Serie P	Tercera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 019 de 02.02.2005
Línea de efectos de comercio	Nº 022 de 29.08.2006
Línea de efectos de comercio	Nº 025 de 11.06.2007
Línea de efectos de comercio	Nº 031 de 17.07.2008
Línea de efectos de comercio	Nº 093 de 07.11.2012
Línea de efectos de comercio	Nº 102 de 06.02.2014

Estado de resultados por función consolidados IFRS					
M\$ de cada período	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2014
Ingresos de activ. ordinarias	45.807.722	67.194.068	90.700.386	112.079.921	28.352.391
Costo de ventas	-20.754.518	-31.705.682	-45.224.120	-54.980.545	-15.447.648
Ganancia bruta	25.053.204	35.488.386	45.476.266	57.099.376	12.904.743
Gastos de administración	-12.455.623	-18.417.339	-22.652.794	-28.466.204	-8.123.659
Ganancia, antes de impuesto	12.829.192	17.500.014	23.691.880	30.715.704	5.284.830
Gasto por impto. a ganancias	-2.026.623	-3.052.197	-3.755.136	-5.055.542	-582.558
Ganancia	10.802.569	14.447.817	19.936.744	25.660.162	4.702.272

¹ Clasificación anterior: A.

² Clasificación anterior: Nivel 1/A.

³ Tendencia anterior: Favorable.

Estados de situación financiera clasificado consolidado IFRS					
M\$ de cada período	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-03-2014
Activos corrientes	211.524.459	308.304.308	384.841.714	508.614.968	491.857.825
Activos no corrientes	76.919.768	121.909.437	163.747.619	214.447.674	216.268.188
Total activos	288.444.227	430.213.745	548.589.333	723.062.642	708.126.013
Pasivos corrientes	150.974.973	239.605.192	301.412.515	269.130.919	256.394.922
Pasivos no corrientes	92.081.133	123.963.369	146.514.256	243.947.166	240.312.076
Total de pasivo	243.056.106	363.568.561	447.926.771	513.078.085	496.706.998
Patrimonio no controladores	184.825	1.408.786	2.746.552	3.323.885	2.652.738
Patrimonio controladores	45.203.296	65.236.398	97.916.010	206.660.672	208.766.277
Patrimonio total	45.388.121	66.645.184	100.662.562	209.984.557	211.419.015
Total patrimonio y pasivos	288.444.227	430.213.745	548.589.333	723.062.642	708.126.013
Colocaciones ⁴	266.378.888	384.351.295	475.629.085	570.182.541	574.550.228
Deuda financiera	212.913.394	308.672.559	392.436.175	454.073.961	447.335.566

Opinión

Fundamento de la clasificación

Tanner Servicios Financieros S.A. (Tanner), constituida en 1993, se orienta a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de factoring, tanto de alcance local como internacional, créditos automotrices y leasing. Además, a través de subsidiarias ofrece servicios de Corredores de Bolsa, Corredores de Seguros y Corredores de Bolsa de Productos.

A marzo de 2014, la sociedad presentaba activos por \$ 708.126 millones y colocaciones netas por \$ 574.550 millones. Los activos de la sociedad son financiados con \$ 447.336 millones correspondientes a pasivos financieros, \$ 211.419 millones de patrimonio y el resto principalmente por cuentas por pagar. La actual estructura del balance le permitió a la empresa generar, durante el primer trimestre de 2014, un ingreso y una ganancia de \$ 28.352 millones y \$ 4.702 millones, respectivamente.

La clasificación para los títulos de largo plazo de la compañía se ha modificado desde "Categoría A" a "Categoría A+", debido al fortalecimiento observado en el gobierno corporativo de la entidad y en sus controles operativos, que se ha visto reflejado en la estructuración de procesos de cambio y reestructuraciones realizados en las áreas de auditoría, riesgo y seguridad de la información que muestran un grado de consolidación suficiente aportando positivamente al funcionamiento de la compañía. A ello se agrega la creación de nuevas áreas y la contratación de asesorías externas para el apoyo de distintas funciones.

⁴ Considera las siguientes cuentas: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes + Derechos por cobrar, no corrientes.

Entre las principales fortalezas de **Tanner** que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo de sus líneas de deuda e instrumentos emitidos con cargo a dichas líneas se incluye la atomización de su exposición crediticia y comercial, dada la amplia dispersión en el número de deudores y clientes, fundamentalmente en los créditos automotores y colocaciones de leasing; la flexibilidad del factoring -principal línea de negocios del emisor- para ajustar rápidamente la liquidez de la compañía a las condiciones propias del mercado; la fijación de objetivos y la aplicación de políticas que han permitido mejorar y consolidar los estándares de calidad de la compañía, en especial en materias de control interno, identificación y mitigación de riesgos operativos, gestión de la mora y administración del riesgo financiero de su balance. También influye el correcto manejo de la liquidez de la empresa y de los riesgos de sus activos durante el período de crisis, producto sobre todo de la mayor madurez alcanzada por los aspectos antes mencionados. Además, se ha considerado favorablemente la diversidad de fuentes de financiamiento con que cuenta la compañía, entre ellas, bancos locales, bancos extranjeros e instrumentos de oferta pública emitidos tanto en el mercado local como extranjero, lo que le otorga menor vulnerabilidad que otras empresas del rubro a escenarios de reducida liquidez.

En forma complementaria, se considera el desarrollo exitoso que ha exhibido la compañía a lo largo del tiempo, el conocimiento que tienen los socios sobre el segmento al cual se orienta la compañía (básicamente pequeñas y medianas empresas, Pymes) y la trayectoria y experiencia de sus principales ejecutivos en el sector financiero. Asimismo, la clasificación recoge las expectativas de crecimiento del mercado (especialmente del negocio de factoring).

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra limitada por el hecho de que la empresa está inserta en líneas de negocios donde compiten entidades bancarias o relacionadas a éstas, que forman parte de importantes grupos financieros nacionales y tienen acceso a un menor costo de financiamiento. Además, dentro del factoring hay una serie de empresas de menor tamaño que le agregan más competencia a un mercado donde existe poca lealtad por parte de los clientes.

La clasificación de riesgo igualmente reconoce la sensibilidad del negocio de factoring y del crédito a los ciclos de la economía y las variaciones en la tasa de interés. También se considera la vulnerabilidad de gran parte del segmento objetivo de **Tanner** -Pymes- a las crisis económicas.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el dinamismo exhibido por la compañía en cuanto al crecimiento de sus colocaciones, que siendo positivo desde la perspectiva del mayor tamaño y la atomización de las exposiciones crediticias -al menos en los negocios de leasing y automotriz-, implica la incorporación de nuevos deudores que no necesariamente presentarán en el futuro un comportamiento de pago asimilable al de sus operaciones de mayor antigüedad, muchas de ellas probada en épocas de crisis. Con todo se reconoce que los nuevos clientes son sometidos a procesos de evaluación consolidados y que con el tiempo debiera disminuir la tasa de crecimiento y, por ende, reducir el flujo de caja operacional negativo que se observa a la fecha. Así, se espera que el crecimiento en el *stock* de colocaciones disminuya la importancia relativa de los nuevos negocios generando, en términos relativos, menores flujos operacionales negativos y, por ende, disminuya la exposición

a escenarios recesivos que, por un lado, afectan los niveles de recaudación de las cuentas por cobrar y, por otro, reducen la liquidez del mercado.

La tendencia de la clasificación se califica como *Estable* debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la compañía logre desarrollar un crecimiento sin cambios negativos y relevantes en el perfil de riesgo de su cartera crediticia, manteniendo los niveles de control interno.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Créditos atomizados (créditos automotores y leasing).
- Capacidad de manejo de la liquidez vía moderación de colocaciones en factoring.

Fortalezas complementarias

- Diversidad de fuentes de financiamiento.
- Adecuado comportamiento de "mora dura" en ciclos económicos negativos.
- Diversificación de productos (en el contexto de sus pares).
- Reforzamiento del sistema de control interno.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y *know how*.
- Exposición reducida a competencia al interior de la industria (*spread* moderados).

Riesgos considerados

- Mayor costo de fondeo que bancos (riesgo limitado por segmento objetivo del emisor).
- Mercado objetivo riesgoso (riesgo atenuado por originación y existencia de colaterales).
- Elevada importancia relativa de las nuevas operaciones crediticias (riesgo que debiera perder importancia relativa con el crecimiento de la compañía).
- Riesgo operativo elevado en filial corredora (atenuado por regulación y medidas de control que está desarrollando la compañía).
- Riesgos propios del negocio financiero (atenuado por políticas internas).

Hechos recientes

Enero-diciembre 2013

Durante el 2013 **Tanner** generó ingresos por \$ 112.080 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 23,6% con respecto al año anterior. El costo de ventas de la compañía ascendió a \$ 54.981 millones, lo que representa un 49,1% de los ingresos del período y significa un alza de 21,6% respecto de 2012.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 28.466 millones, registrando un crecimiento de 25,7% respecto del año anterior, explicado fundamentalmente por los mayores gastos de personal. Además esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 25,4% (25,0% en el año 2012).

La ganancia del período ascendió a \$ 25.660 millones, representando un aumento de 28,7% en relación a la ganancia obtenida por la compañía durante el año anterior.

Enero-marzo 2014

Entre enero y marzo de 2014 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 28.352 millones, lo que representó un incremento nominal de 5,4% respecto a igual período del año anterior. Por su parte, el costo de ventas de la compañía ascendió a \$ 15.448 millones, significando un incremento de 26,3% respecto a la cifra registrada el primer trimestre de 2013 y representando el 54,5% de los ingresos obtenidos en el período considerado.

Los gastos de administración, en tanto, ascendieron a \$ 8.124 millones, registrando un incremento nominal de 22,7% respecto a los tres primeros meses del año anterior; medidos sobre los ingresos por actividades ordinarias alcanzaron al 28,7% (24,6% en el primer trimestre de 2013).

Al 31 de marzo de 2014 el resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) ascendió a \$ 4.781 millones, lo que se compara negativamente en relación con la cifra obtenida por la compañía durante igual período del año anterior, cuando se alcanzó un resultado operacional de \$ 8.061 millones. El resultado del ejercicio durante el primer trimestre del año en curso correspondió a una utilidad de \$ 4.702 millones, lo que implicó una disminución nominal de 30,0% respecto a similar período de 2013, en el que la compañía obtuvo utilidades por \$ 6.717 millones.

Por su parte, las colocaciones netas totales, incluyendo las de factoring, leasing y automotrices, alcanzaron los \$ 574.550 millones al 31 de marzo de 2014, prolongando el alza sostenida que muestran desde diciembre de 2009, que acumulada hasta marzo de 2014 llegó a 217%. A la misma fecha, la sociedad mantiene pasivos financieros por \$ 447.336 millones y presenta un patrimonio de \$ 211.419 millones.

Hechos relevantes

En junta extraordinaria de accionistas celebrada el 29 de octubre de 2013, se acordó: i) dejar sin efecto la parte del aumento de capital acordado en junta extraordinaria de accionistas del 21 de agosto de 2012 que a esa fecha no ha sido suscrito ni pagado y correspondiente a \$30.969.311.487 dividido en 211.316 acciones; ii) aumentar el capital de la sociedad en \$ 9.618.386.082, mediante la capitalización de parte de las utilidades del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2012, no destinadas a dividendos, sin emisión de acciones liberadas de pago, quedando el capital de la sociedad en \$ 93.829.800.036, dividido en 884.854 acciones de una misma serie sin valor nominal; iii) aprobar la creación de las acciones preferentes serie A y serie B y la serie ordinaria, y el canje de las actuales acciones de única serie, en acciones serie B, todas las cuales gozan de plenos derechos económicos y políticos; iv) aumentar el capital de la sociedad de \$93.829.800.036, dividido en 884.854 acciones de una misma serie sin valor nominal, a \$ 195.223.800.036 dividido en 1.212.129 acciones, las cuales se dividen en una serie ordinaria que consta de 294.951 acciones, una serie preferente A que consta de 32.324 acciones y una serie preferente B que consta de 884.854 acciones correspondiente a las acciones comunes de única serie que son canjeadas con esta fecha; renunciando todos los accionistas a su opción de

suscripción preferente a favor de la sociedad Inversiones Gables, S.L.U. quien suscribirá y pagará 280.203 nuevas acciones de pago de la serie ordinaria y 30.708 nuevas acciones de pago de la serie A; y de la sociedad Inversiones Similan, S.L.U. quien suscribirá y pagará 14.748 nuevas acciones de pago de la serie ordinaria y 1.616 nuevas acciones de pago de la serie A, dentro del plazo máximo de 30 días contados desde la fecha de la junta. Inversiones Gables S.L.U. e Inversiones Similan S.L.U., ambas sociedades constituidas bajo las leyes de España, son de propiedad de CIPEF VI Tanner S.à r.l. y CGPE VI Tanner S.à r.l., respectivamente, las cuales a su vez, son filiales de Capital International Private Equity Fund VI, L.P. y CGPE VI, L.P.

El 9 de abril de 2014 **Tanner** compró a Inversiones Drei Lilien Limitada 2.999 acciones emitidas por la sociedad Tanner Corredores de Bolsa de Productos S.A. a un precio de \$ 177.008,976 por acción (pagando \$ 530.849.919), en tanto la sociedad filial Tanner Leasing S.A. adquirió 1 acción de la misma sociedad. De esta forma **Tanner** pasa a ser dueña directa del 99,999% de las acciones emitidas por Tanner Corredores de Bolsa de Productos S.A. e indirectamente del 100%.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A (títulos 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.

(+) Para aquellos títulos de deuda con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos 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.

Oportunidades y fortalezas

Atomización de los riesgos: El presentar una moderada exposición por deudor, se reduce el impacto de impagos individuales, disminuyendo el riesgo de una caída abrupta en el volumen de actividad y el impacto de eventuales incumplimientos. La compañía actualmente mantiene la atomización de clientes de las colocaciones automotrices y de leasing, aunque ha perdido esa característica en el negocio de factoring. A marzo del presente año, en las colocaciones automotrices y de leasing, la mayor exposición representaba tan solo un

1,4% del patrimonio. Por su parte, en las colocaciones de factoring, el principal deudor y cliente de la compañía concentraba el 5,9% y 7,3% de las mismas, respectivamente, equivalente a un 7,4% y 9,1% del patrimonio.⁵

Flexibilidad del 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). Entre enero de 2011 y marzo de 2014, la tasa de pago mensual promedio de este tipo de colocaciones (recaudación como porcentaje del *stock* de colocaciones) ha sido de 50,7%, lo que evidencia la flexibilidad que esta línea de negocios le otorga a la compañía para hacerse de liquidez (considerando que esta línea de negocio representa el 46% de las colocaciones).

Amplia demanda en mercado objetivo: El factoring en Chile es una industria altamente atomizada y en proceso de expansión, que a diciembre de 2013 contaba con colocaciones por aproximadamente US\$ 5.407 millones⁶, un incremento en moneda local de 14% en los últimos dos años. Se estima que existe un alto potencial de crecimiento del sector si se considera un universo total de aproximadamente 100 mil Pymes susceptibles de operar con este producto en el país (aun cuando muchas de dichas sociedades podrían en la actualidad no ser parte del mercado efectivo, en el futuro sí podrían incorporarse a la demanda del sector).

Experiencia de sus accionistas y características de la administración: La sociedad ha estado presente por 20 años en el mercado del factoring, siempre atendiendo al mismo mercado objetivo. Además, los principales socios y ejecutivos de la compañía han sido controladores de entidades bancarias y cuentan con una vasta experiencia y trayectoria en el sistema financiero. En cuanto a la administración financiera, se observa que la sociedad mantiene niveles de deuda controlados, operaciones esencialmente sobre la base de tasas fijas (calce de tasas) y con un adecuado calce de monedas.

Evolución positiva del negocio: El *stock* de colocaciones netas de la empresa se incrementó en 217% durante los últimos cinco años, desde \$ 181.051 millones en diciembre de 2009 a \$ 574.550 millones a marzo de 2014. A su vez, la morosidad superior a 90 días se ha mantenido en un rango promedio de 1,4% desde 2011 y a marzo de este año alcanzó 3,7% de las colocaciones netas.

Diversificación de productos: A la fecha, la compañía posee colocaciones en factoring, leasing y créditos automotores. Este elemento ayuda a diversificar los riesgos, accediendo a distintos tipos de clientes e incrementando la atomización de las colocaciones. De esta forma, la exposición a ciertos segmentos de la economía se ve disminuida. A marzo de 2014, la compañía tenía aproximadamente un 48% de sus colocaciones en factoring, un 38% en créditos automotores y un 13% en leasing.

⁵ Mayor detalle en acápite Administración del negocio, título Administración de cartera.

⁶ Se incluyen las colocaciones de las compañías afiliadas a la ACHEF (Asociación Chilena de Empresas de Factoring A.G.) y la ANFAC.

Diversificación del fondeo: Tanner tiene acceso a diversas fuentes de fondos, como créditos bancarios con instituciones locales y extranjeras, efectos de comercio, bonos y aumentos de capital. Esto ayuda a diversificar el riesgo propio de depender de escasas fuentes de financiamiento y le permite optar por la mejor alternativa de financiamiento según las necesidades de su negocio. A marzo de 2014, la mayoría de sus obligaciones eran por bonos (57%), seguidos por efectos de comercio (13%) y bancos e instituciones financieras (16%).

Factores de riesgo

Menores costos de la competencia bancaria: Las sociedades bancarias que desarrollan operaciones de factoring tienen acceso a un menor costo de financiamiento y, por ende, pueden ser altamente competitivas en precio; además, se benefician de las economías de escala de sus matrices, accediendo al *back office*, sistemas de control y canales de venta de las mismas. Con todo, se entiende que existen factores diferentes al precio que también influyen en el negocio, que el emisor tiene presencia en el mercado de deuda y que siempre es posible mantener una estructura de apoyo eficiente.

Riesgos propios del sector: La actividad financiera está íntimamente ligada a la evolución económica del país y sus ciclos. Dado ello, este mercado es altamente sensible a los períodos recesivos, tanto por el menor volumen de negocios como por el debilitamiento en la capacidad de pago de los deudores. Asimismo, el negocio financiero es muy sensible al comportamiento de las tasas de interés, situación originada por los descalces de plazos que se produce entre sus activos y pasivos. Sin perjuicio de lo anterior, la empresa desarrolla una adecuada administración y minimización de este tipo de riesgo.

Mercado objetivo riesgoso: La empresa se orienta principalmente a entregar servicios a la Pyme, segmento altamente vulnerable considerando su bajo acceso al mercado financiero, especialmente en épocas de crisis económicas, entre otros factores. En lo relativo a los créditos automotrices, el mercado objetivo, sin ser de los más vulnerables, presenta un perfil del riesgo mayor al de la cartera de consumo de los bancos.

Eventuales externalidades negativas del grupo: Si bien las diferentes sociedades del grupo permiten generar sinergias entre sí, también es cierto que no se está inmune a situaciones negativas que pudieran afectar a las otras empresas (particularmente las corredoras), incluyendo problemas financieros y de reputación. No obstante, se reconocen los esfuerzos que está haciendo la sociedad para mitigar los riesgos asociados a la operación de sus filiales.

Flujos operacionales expuestos a ciclos económicos desfavorables: Entendiendo que el flujo operacional negativo de la compañía se explica por el fuerte crecimiento de sus colocaciones, ello no inhibe el hecho que tal situación implica que las colocaciones en un porcentaje no menor están conformadas por operaciones con bajo historial respecto a su comportamiento histórico. Obviamente, en la medida que la cartera de créditos se incrementa, montos similares colocados reducen su importancia relativa y afectan en menor medida el flujo de caja de la compañía, reduciendo su exposición a ciclos económicos desfavorables, atenuado por el manejo de la liquidez que permiten las colocaciones de factoring.

Antecedentes generales

Empresa

La compañía inició sus actividades a principios de la década del 90, cuando comienza a desarrollarse el negocio de factoring en Chile. En 1993 se constituyó como sociedad anónima con el nombre de Bifactoring S.A., cambiando de nombre a Factorline S.A. el 1999 y a **Tanner Servicios Financieros S.A.** el 2011.

En 1994 se creó la ACHEF, de la cual **Tanner** es socio fundador y miembro hasta el día de hoy. En 1996, **Tanner** fue aceptado como miembro de Factors Chain Internacional (FCI), la cadena de empresas de factoring más grande del mundo. A través de ella desarrolla sus operaciones de comercio internacional. Desde 1999 tiene la categoría de *Full Member* en la FCI.

En el 2004 abrió la división de crédito automotriz y al año siguiente creó la Corredora de Bolsa de Productos, filial que tiene como principal objetivo efectuar operaciones de intermediación de productos en las Bolsas de Productos, incluyendo la compra o venta por cuenta propia.

El 2007 creó la división de leasing y al año siguiente se convierte en la primera empresa de factoring en obtener una línea Corfo para refinanciar empresas pyme, con el fin de apoyar a ese sector en el contexto de la crisis económica que afectó a las mayores economías del mundo.

El 2010 entra en la propiedad de Gestora Tanner SpA., con el objeto de incursionar en nuevas áreas de negocios. Al año siguiente adquiere la proporción que su matriz Inversiones Bancarias S.A. tenía en Gestora Tanner SpA y, posteriormente, aumenta su participación en Financo S.A y en Gestora Tanner SpA, asumiendo el control de las sociedades Capitales Unidos S.A., Tanner Corredores de Bolsa S.A., Tanner Administradora de Fondos Privados S.A., Tanner Finanzas Corporativas Ltda., Tanner Asesorías e Inversiones Ltda. y de la sociedad constituida en Uruguay Interfinanco S.A.

El 2011 inicia operaciones la filial de Corredora de Seguros y el 2013 **Tanner** adquiere CIT Chile, hoy Tanner Leasing Vendor, y Capital International Private Equity Fund VI, L.P. (CIPEF) ingresa a la propiedad de **Tanner**.

Propiedad y administración

La propiedad de **Tanner** presenta una amplia experiencia y trayectoria en el sistema financiero, especialmente en la industria del factoring, conformada a junio de 2014 de la siguiente manera:

Accionista	Relacionado a	Participación
Inversiones Bancarias S.A.	Grupo Massu	52,31%
Inversiones Gables S.L.U.	Capital International Private Equity Fund VI, L.P. y CGPE VI, L.P.	25,65%
Asesorías Financieras Belén Ltda.	Jorge Sabag S.	7,45%
FSA Fondo de Inversión Privado	Francisco Schulz A.	6,59%

Inversora Quillota Dos S.A.	Ernesto Bertelsen R.	2,55%
Inversiones Río Abril Ltda.	Mauricio González S.	1,88%
Inversiones Similan S.L.U.	Capital International Private Equity Fund VI, L.P. y CGPE VI, L.P.	1,35%
Otros		2,22%

El directorio de la compañía, designado en noviembre de 2013 para los siguientes tres años, está conformado por las siguientes personas:

Cargo	Nombre
Presidente	Jorge Sabag
Vicepresidente	Ricardo Massu
Director	Eduardo Massu
Director	Fernando Tafra ⁷
Director	Francisco Armanet
Director	Martín Díaz
Director	Leandro Cuccioli

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

Cargo	Nombre
Gerente General	Mario Chamorro ⁸
Gerente Comercial	Javier Gómez
Gerente Factoring Internacional	Julio Nielsen
Gerente de Riesgo y Normalización	Rodrigo Lozano
Gerente de Planificación y Finanzas	Francisco Ojeda
Gerente de Cobranza Automotriz	Ana María Lizárraga
Gerente de Crédito Automotriz	Cristian Ruiz Tagle
Gerente de Operaciones y Tecnología	Luis Durand
Gerente de Negocios Leasing	Luis Vivanco.
Gerente de Servicio al Cliente	Rosario Donado
Gerente de Desarrollo e Innovación Tecnológica	Nayibe Núñez
Gerente de Recursos Humanos	Natalia Madrid
Contralor	Sergio Rodríguez

Líneas de negocio

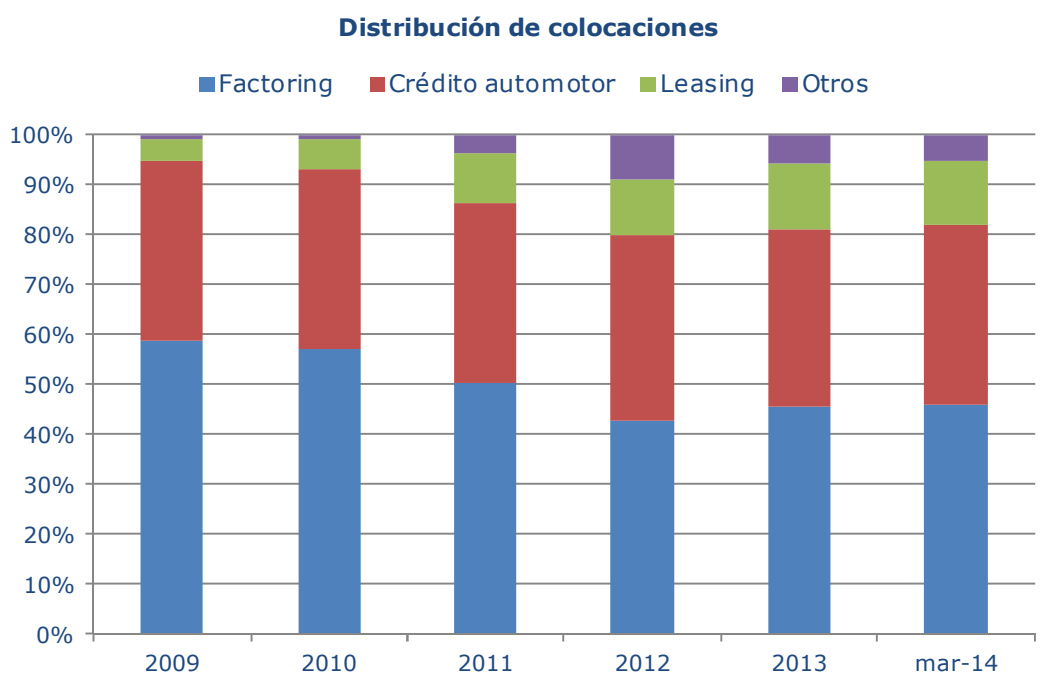
La empresa actualmente opera en seis líneas de negocios: factoring (doméstico e internacional), crédito automotor, leasing, corredora de bolsa de productos, corredora de bolsa de comercio y bolsa electrónica y corredora de seguros. De ellas factoring y crédito automotor constituyen sus principales áreas de actividad.

⁷ Designado el 29 de abril de 2014 en reemplazo de Guillermo Larraín Ríos.

⁸ A contar del 3 de febrero de 2014.

El factoring se descompone en local e internacional; el primero, de mayor importancia relativa, se relaciona con la compra de cuentas por cobrar a clientes en el país (principalmente facturas, cheques y pagarés) de deudores nacionales; en el segundo, **Tanner** ofrece factoring de exportación e importación. El crédito automotor, segunda línea de negocio relevante, se otorga a personas naturales o jurídicas y tiene por objeto financiar la adquisición de vehículos.

Medido en términos del *stock* de colocaciones netas, la importancia relativa del factoring en la cartera neta del emisor disminuyó de 58,7% en diciembre de 2009 a 47,9% en marzo de 2014. Esta baja se debió al incremento en las colocaciones de la división de leasing y otros deudores, las que aumentaron su importancia relativa desde 4,4% a 13,4% (leasing) y desde 1,0% a 5,4% (otros deudores) entre diciembre 2009 y marzo de 2014. La distribución del *stock* de colocaciones se muestra en el siguiente gráfico:



Mercado del factoring

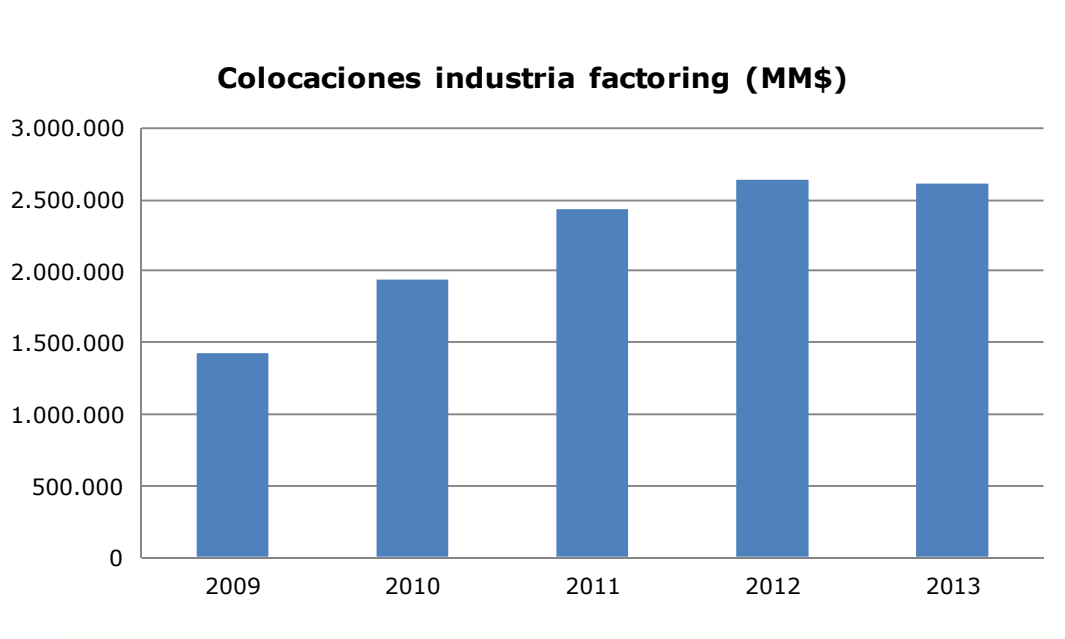
La industria del factoring se constituye en una herramienta de financiamiento para todo tipo de empresas, al proporcionar el capital de trabajo necesario para su desenvolvimiento mediante la cesión de sus cuentas por cobrar a la empresa de factoring, que es la encargada de recuperar dichos créditos cedidos.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

Esta industria, al menos en sus aspectos más formales, tiene 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.

Las empresas de factoring se dividen en tres grandes grupos: i) las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la ACHEF, a la que –por su origen y tamaño- está afiliada **Tanner**; ii) las independientes, estructuradas profesionalmente, muchas de ellas agrupadas bajo la ANFAC y algunas acogidas a la fiscalización de la SVS; y iii) sociedades con alto nivel de informalidad.

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 N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004, que le otorga mérito ejecutivo a la factura, y la ley N° 20.323, publicada en 29 de enero de 2009, que modifica la ley N° 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.

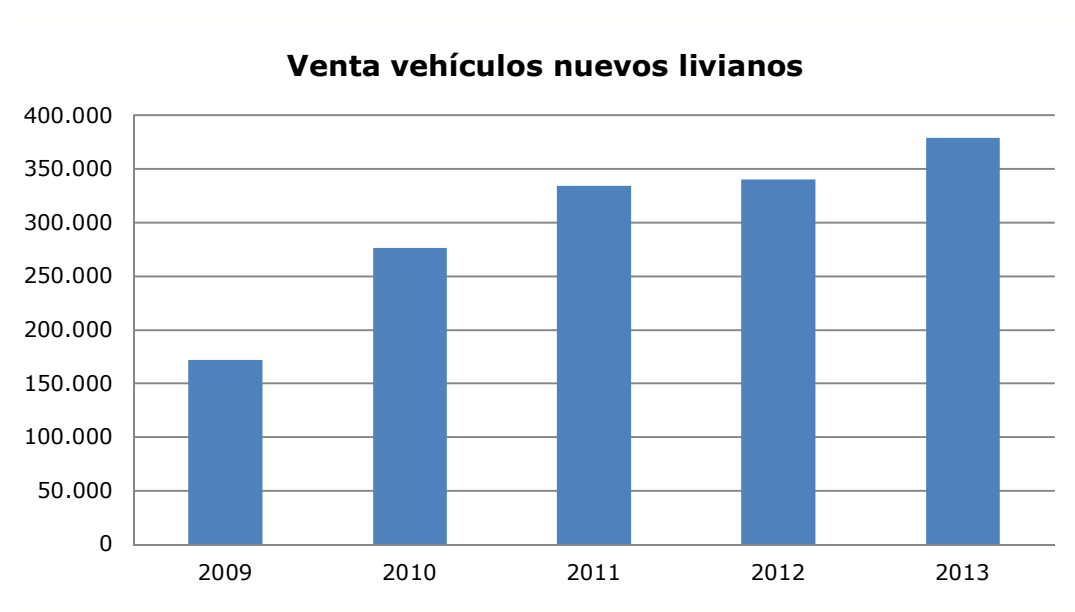
A diciembre de 2013 las colocaciones de factoring alcanzaron \$ 2.611.793 millones, con una disminución de 1,0% respecto del año anterior, y un volumen de operaciones de \$ 13.733.976 millones, según cifras publicadas por la ACHEF.



Mercado del crédito automotor

Este segmento se caracteriza por la participación de agentes especializados, tales como Forum, GMAC y Mitsui, entre otros, y el sistema bancario en general a través de sus unidades de banca de personas. No obstante la amplitud de oferentes, el mercado presenta aun satisfactorias tasas de colocación, lo que favorece la obtención de adecuados márgenes, impulsado, en parte, por el dinamismo que muestra el crecimiento del parque

automotriz que, según datos del Instituto Nacional de Estadísticas, se incrementó en cerca de 36% entre los años 2009 y 2013⁹ (39% para automóviles particulares).



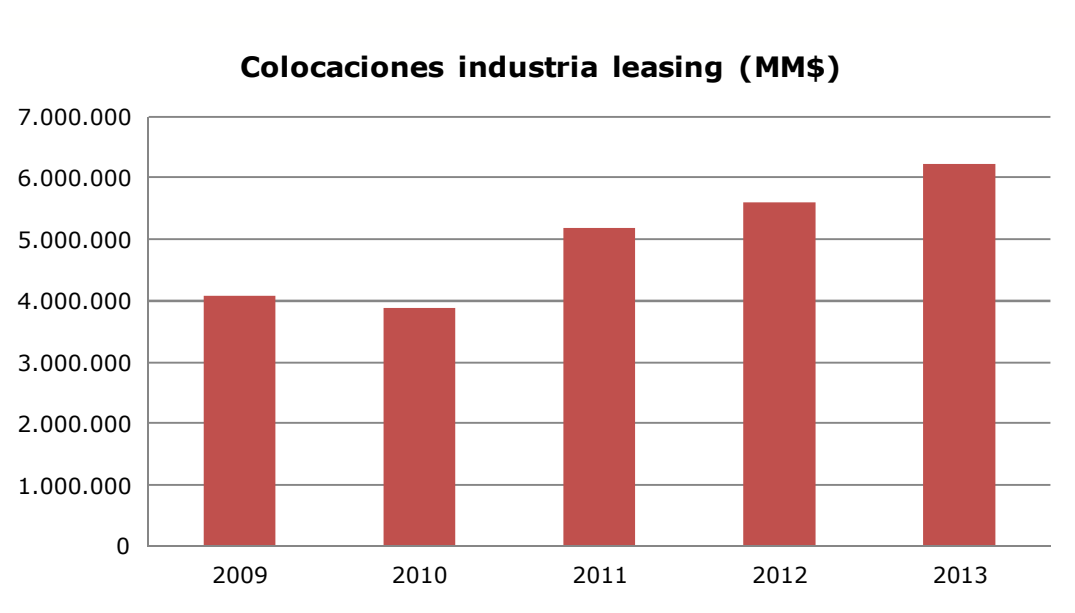
En general, aunque no en forma exclusiva, esta industria está orientada a préstamos para la adquisición de automóviles de uso particular, quedando en prenda el bien en favor del prestamista, situación que reduce la pérdida esperada por incumplimiento del deudor.

Mercado del leasing

La industria del leasing experimentó un fuerte crecimiento entre los años 2000 y 2008. El comportamiento de las colocaciones totales de la industria en los últimos años muestra la sensibilidad de ésta ante los ciclos recesivos, manifestado en la disminución en el volumen de operaciones durante la última crisis financiera global.

A diciembre de 2013 las colocaciones de leasing alcanzaron \$5.226.000 millones, con un incremento de 11,1% respecto del año anterior, según cifras de la Asociación de Empresas de Leasing de Chile (ACHEL).

⁹ Si bien, producto de la desaceleración económica, se espera un menor dinamismo para el año 2014, se presume que en una perspectiva de mediano-largo plazo debieran continuar las atractivas tasas de crecimiento para el parque automotriz o, en su defecto, generarse una importante renovación de la misma.



En relación con la diversificación de las colocaciones de la industria, a diciembre del año 2013 se observa una fuerte concentración en bienes raíces (47%), equipos de transporte (15%), equipos de movimiento de tierra (9%) y equipos industriales (8%).

Corredoras

Tanner Corredores de Bolsa S.A., cuenta con 90 años de experiencia en el mercado y posee un patrimonio de \$ 9.568 millones. **Tanner** cuenta con una participación en la sociedad de 98%. Durante el primer semestre de 2014 la sociedad obtuvo una pérdida neta por \$ 790.547 millones.

En el último año se destacan los siguientes hechos esenciales:

- El 31 de enero de 2014 Cristián Araya renunció al cargo de director y presidente de la sociedad.
- En junta de accionistas del 30 de abril de 2014 se eligió como directores de la sociedad por los siguientes tres años a: Mario Chamorro, Fernando Tafra y Francisco Ojeda.
- En sesión extraordinaria de directorio del 17 de junio de 2014 se aprobó que dejase el cargo de Gerente General don Rodrigo Martín y se designó en calidad de Gerente General interino a Felipe Divin.

Tanner Corredores de Bolsa de Productos S.A., constituida en junio de 2005, tiene un patrimonio de \$ 1.557 millones a junio de 2014. **Tanner** cuenta con una participación en la sociedad de 100%, es cliente de la corredora y mantienen un contrato de arriendo, mediante el cual la matriz le arrienda oficinas a Tanner Corredores de Bolsa de Productos S.A.

Sus principales negocios son: i) intermediación de productos agrícolas y los derechos que emanan de los contratos sobre ellos; ii) intermediación de facturas: compra y venta de facturas de pagadores inscritos así

como aquellas que se encuentren garantizadas por entidades debidamente autorizadas, iii) inversión en cartera propia de los productos agrícolas, sus derechos y las facturas que se transen, iv) asesorías en evaluaciones de negocios y clientes.

Los directores de la sociedad, elegidos el 9 de abril de 2014 para los siguientes tres años, son: Jorge Sabag, Mario Chamorro y Francisco Ojeda.

Tanner Corredora de Seguros Ltda., constituida en enero de 2011, tiene un patrimonio de \$ 270 millones a junio de 2014. **Tanner** cuenta con una participación en la sociedad de 70%, es cliente de la corredora contratando seguros para su cartera de clientes y sus bienes propios, y mantienen un contrato de arriendo.

Administración del negocio

Administración de cartera

Dentro de su orientación a dar soluciones financieras a las Pymes del país, el principal producto de la empresa son las operaciones de factoring, las que, mediante un contrato de compra, administración y cobro de facturas, otorgan liquidez al cliente y apoyo en la función de cobranza. Además, el financiamiento a través de este tipo de operaciones se caracteriza por su agilidad y por no aumentar los índices de endeudamiento de sus clientes. Adicionalmente, se atiende a las empresas mediante operaciones de leasing, las que si bien significan un plazo mucho mayor para las colocaciones, ofrecen como respaldo los activos objeto de financiamiento.

Por otra parte, **Tanner** entrega financiamiento para la adquisición de vehículos, tanto a personas naturales como jurídicas. Este producto se ha posicionado como el segundo en importancia para la compañía.

El siguiente cuadro muestra la importancia relativa de los principales deudores (factoring, crédito automotor y leasing) en el *stock* total de colocaciones:

Principales deudores factoring			
	Colocación Marzo-14 (MM\$)	% Patrimonio	% Colocaciones factoring
Principal deudor	15.432	7,4%	5,9%
Cinco principales deudores	38.681	18,3%	14,7%
Diez principales deudores	55.568	26,3%	21,1%

Principales clientes automotores y leasing			
	Colocación Marzo-14 (MM\$)	% Patrimonio	% Colocaciones automotrices y leasing
Principal cliente	2.956	1,4%	1,1%
Cinco principales clientes	9.004	4,3%	3,2%
Diez principales clientes	13.655	6,5%	4,9%

A marzo de 2014, el principal deudor de factoring tenía colocaciones equivalentes al 7,4% del patrimonio de la sociedad, en tanto que los clientes de créditos automotores y de leasing tenían colocaciones más atomizadas.

Por otro lado, el monto promedio de colocación por cliente de factoring, crédito automotor y leasing a marzo de 2014 era de \$ 70,6 millones (\$ 49,0 millones a marzo 2013), \$ 4,4 millones (\$ 4,7 millones a marzo 2013) y \$ 50,5 millones (\$ 59,2 millones a marzo 2013), respectivamente.

Riesgo de cartera

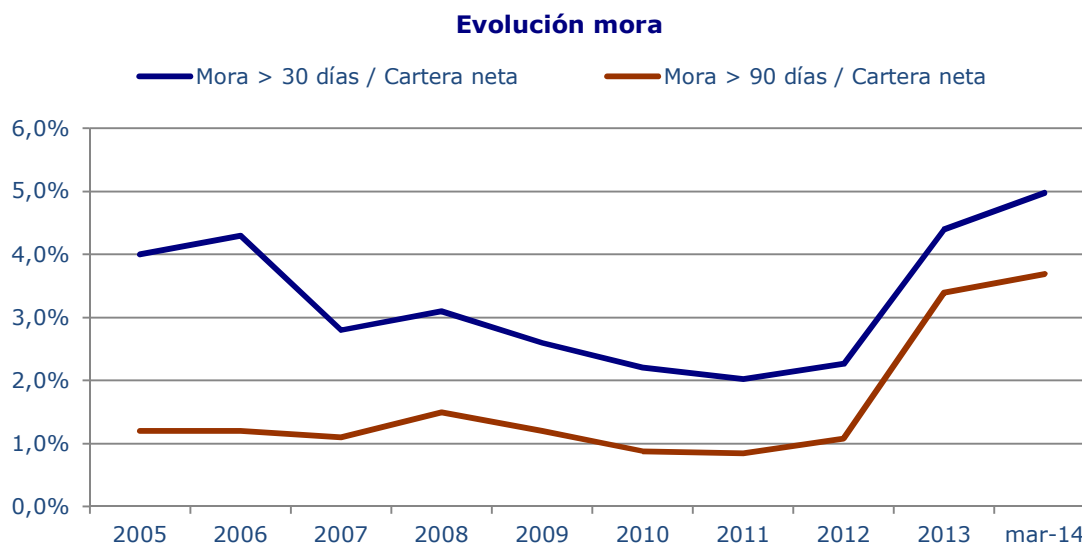
En lo que se refiere al negocio de factoring, el riesgo de cartera se define como aquel que nace de adquirir cuentas por cobrar inexistentes (riesgo operativo) o de empresas insolventes (riesgo crediticio). Con el fin de prevenirlo, **Tanner** ha establecido un sistema de control que se basa en una evaluación permanente del cliente, su entorno competitivo y el efecto que tiene la coyuntura económica sobre el mismo. Este riesgo ha disminuido desde 2005, cuando comenzó a regir la ley que le otorga mérito ejecutivo a la factura.

En lo concerniente al negocio de leasing y de crédito automotor, el riesgo está asociado a la capacidad de pago de los deudores, cobrando relevancia los sistemas de evaluación crediticia de los clientes. Con todo, como ya se ha mencionado, este tipo de operaciones atenúa su riesgo por la existencia de activos (leasing o prenda) que disminuyen la pérdida esperada; sin embargo, requieren de una adecuada gestión para la recuperación y liquidación de los bienes subyacentes a las operaciones financieras.

A marzo de 2014 la cartera morosa¹⁰ de **Tanner** ascendía a \$ 45.476 millones, lo que representa un 8,36% (7,77% a marzo de 2013) de las colocaciones netas. A junio de 2011 este *ratio* alcanzaba un 6,81%. La cartera morosa está compuesta en 40% por atrasos (mora menor a 30 días), que representaron \$ 18.415 millones. A la misma fecha, las provisiones alcanzaron el 57,55% de la cartera morosa total (53,09% a marzo de 2013) y el 130% de la mora mayor a noventa días (322% a marzo de 2013).

En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera total de **Tanner** entre 2005 y marzo de 2014. Se observa que a hasta 2011 la mora de la compañía había mostrado un comportamiento decreciente, sin embargo en los últimos períodos ha aumentado (especialmente en factoring), aunque se mantiene en niveles moderados.

¹⁰ Incluyendo mora de las carteras de factoring, automotriz y leasing.



Cabe destacar que los modelos de provisiones de **Tanner** fueron contruidos en base a información histórica de manera de tener una mejor aproximación respecto de las necesidades de provisión efectiva de la compañía. Dentro de este contexto, se han efectuado análisis para la validación de los modelos y, a partir de ello, la compañía ha trabajado en la actualización de sus *scoring* de evaluación.

Adicionalmente, la compañía -enmarcada dentro de la ley N° 20.393 que establece la Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas en los Delitos de Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo y Cohecho- cuenta con una Subgerencia de Cumplimiento y un Comité de Lavado de Dinero que sesiona trimestralmente, dicta políticas y procedimientos tendientes a detectar e informar a las autoridades estos ilícitos, lo que en opinión de **Humphreys**, reduce el riesgo de cartera.

Riesgo de descalce

Calce de plazo

Tanner, por sus políticas de financiamiento bancario y de colocación de efectos de comercio, que en promedio tienen un plazo de 30 días y 90 días, respectivamente, calza los plazos con las colocaciones del negocio de factoring que mantienen una duración promedio de muy corto plazo.

Los créditos automotores y las operaciones de leasing, activos de largo plazo, se calzan con las emisiones de bonos y con el patrimonio.

A marzo de 2014, la compañía presenta descalces, con activos superiores a los pasivos hasta los próximos tres años, para posteriormente darse la situación contraria con una concentración de deuda hacia el largo plazo, todo esto derivado del reciente aumento de capital que generó alta liquidez a la compañía y del bono emitido el año 2013.

Calce de moneda

Los activos de corto plazo tienden a expresarse en pesos y los de largo plazo en unidades de fomento, existiendo también operaciones en moneda extranjera. La política de financiamiento se estructura reconociendo esta realidad teniendo adecuadamente controlado el riesgo por descalce de monedas. A marzo 2014 el descalce de monedas es inferior al 7% de los activos.

Calce de tasa de interés

Tanner, dado su negocio, se expone al riesgo de descalce en tasa de interés; sin embargo, en la práctica este riesgo es muy reducido ya que tanto sus activos como pasivos por regla general están expuestos a tasas de interés fija.

Adicionalmente, a comienzos de 2010 se creó el Comité de Activos y Pasivos (CAPA), en el cual se analizan mensualmente, junto a una empresa externa, las proyecciones económicas y de la compañía, así como los calces de activos y pasivos, niveles de *spread* y modelos de sensibilizaciones.

Crédito y cobranza

Uno de los objetivos de esta área es verificar que se han respetado los riesgos máximos de exposición que la sociedad está dispuesta a aceptar por cliente, lo que se determina sobre la base de sus antecedentes, tales como ventas, patrimonio, activo fijo, estructura de financiamiento y *leverage*; todo ello medido en función del patrimonio de **Tanner** y del circuito de pago de los deudores. Por otra parte, se monitorean las concentraciones máximas por deudor, según la clasificación que se le da a su capacidad de pago y a su solvencia.

La gerencia de riesgo es la responsable de emitir un informe respecto de las nuevas líneas asignadas a los clientes, informando la experiencia de pago relativa a los principales deudores cuyos documentos se descontarían. En el caso de renovaciones de líneas, el informe hace énfasis en el comportamiento histórico del cliente.

Auditoría

La compañía cuenta con un área de contraloría y auditoría interna, con dependencia del Comité de Auditoría. Este comité es presidido por un director independiente y sesiona mensualmente. La unidad está encabezada por un Contralor, quien tiene a su cargo cuatro auditores *senior* especialistas en las áreas: i) riesgo crédito, ii) riesgo operacional, iii) riesgo tecnológico, y iv) corredora de bolsa.

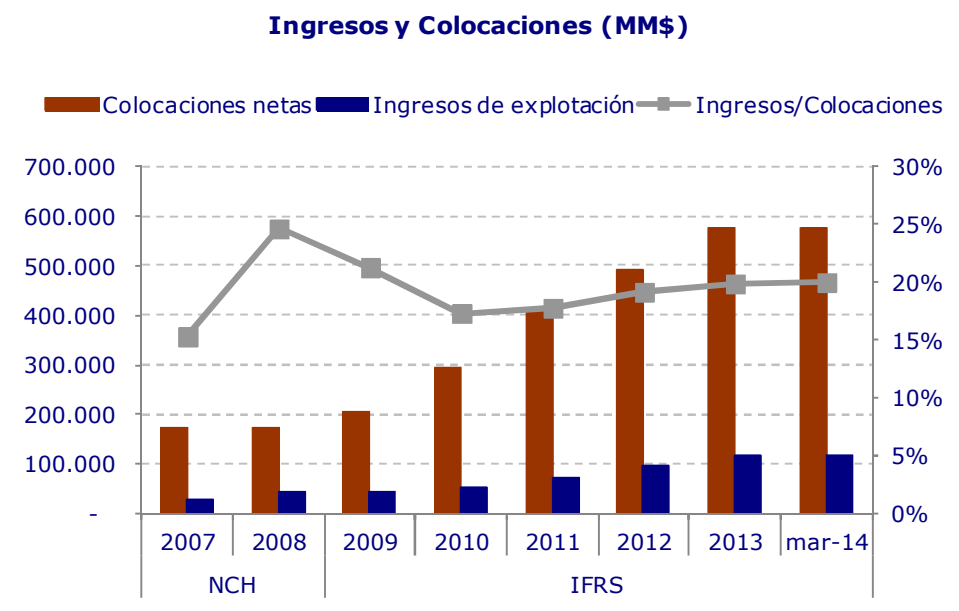
El área diseñó un plan trienal de auditorías para el período 2013-2015, cubriendo los procesos operativos, crediticios, tecnológicos y estados financieros, tanto de **Tanner** como de sus filiales; asimismo, para **Tanner** se revisan todas las sucursales a nivel nacional, incluida la casa matriz, en el marco de las auditorías de riesgo

operacional y crediticias. El plan de 2013 se cumplió en un 93% (riesgo crédito), 81% (riesgo operacional), 86% (riesgo tecnológico) y 75% (corredora); mientras que del total de auditorías planificadas para el año en curso, a junio se tiene un grado de avance de 43% (riesgo crédito), 41% (riesgo operacional), 57% (riesgo tecnológico) y 50% (corredora).

Análisis financiero¹¹

Evolución de ingresos y colocaciones

La compañía ha presentado un importante crecimiento de sus colocaciones desde el año 2007, lo que se ha visto reflejado proporcionalmente en sus ingresos y resultados. Cabe destacar que el alza de las colocaciones ha sido impulsada por los distintos productos, fundamentalmente por el factoring y el crédito automotor. Este crecimiento, como es natural en el rubro financiero cuando se trata de incrementos elevados, se ha manifestado en flujos operacionales negativos.



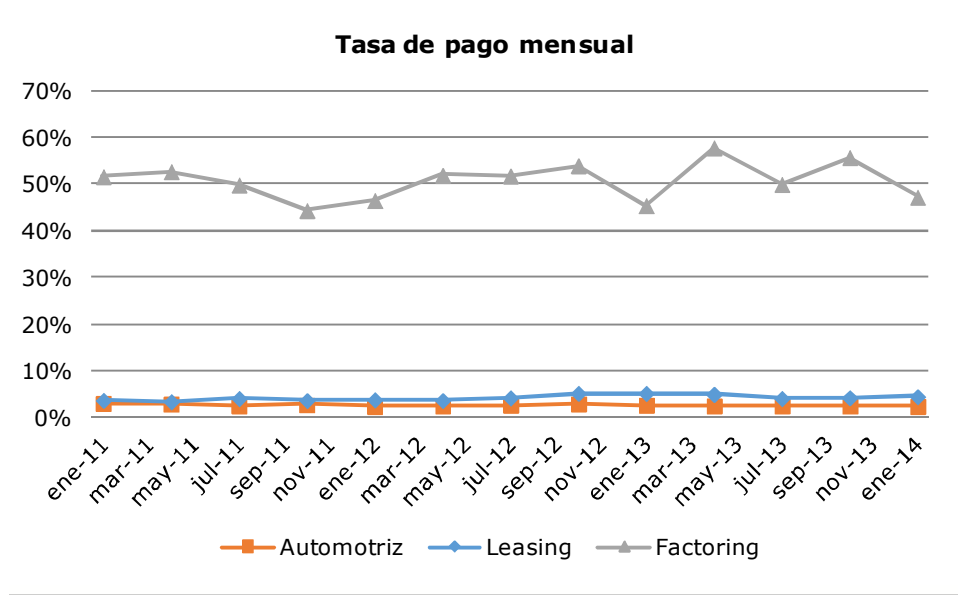
Tasa de pago¹²

Entre enero de 2011 y enero de 2014, la tasa de pago mensual promedio de las colocaciones de factoring de la compañía ha sido de 50,7%, lo que evidencia la flexibilidad que esta línea de negocios le otorga a la compañía para hacerse de liquidez. Los créditos automotores y las operaciones leasing presentan una tasa de pago adecuada en relación con el plazo de los préstamos y que ha sido estable en el tiempo. En leasing, la tasa de

¹¹ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2010. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2014.

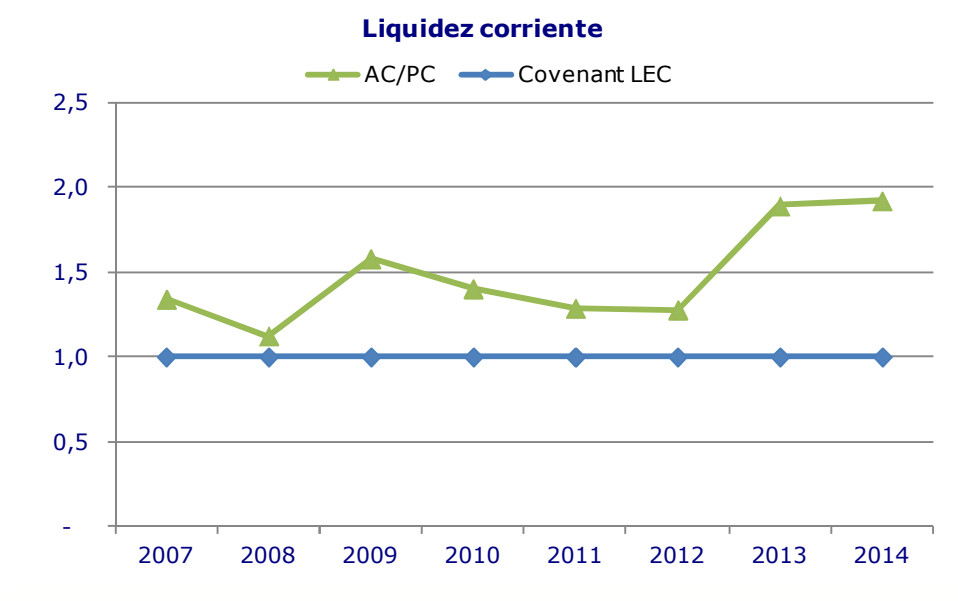
¹² Recaudación como porcentaje del stock de colocaciones.

pago mensual promedio ha sido de 4,2% y en créditos automotrices de 2,6%, cuya diferencia con la de factoring se explica por el plazo de cada producto.



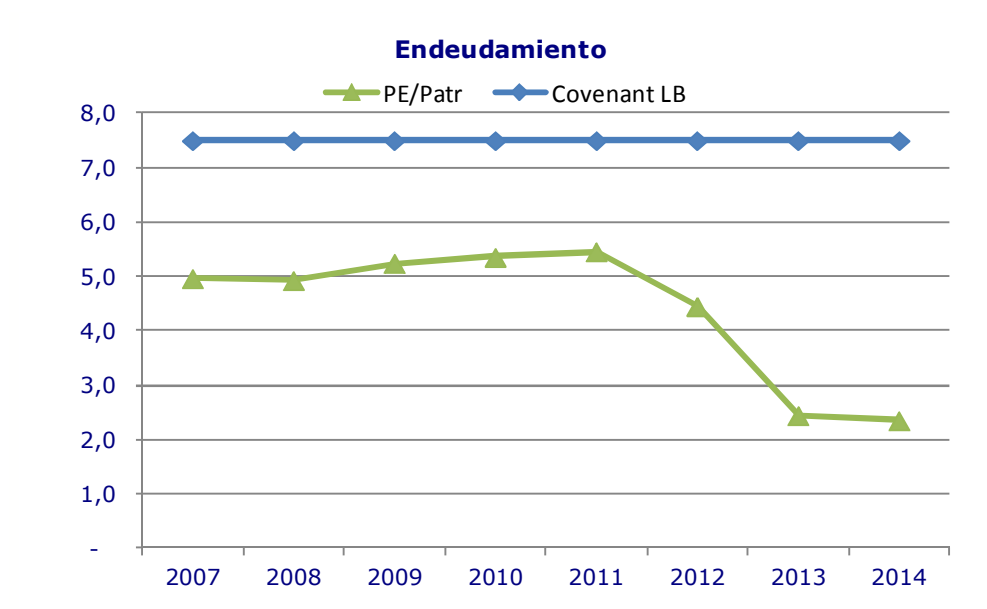
Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, se ha mantenido a partir de 2009 en un rango superior a 1,3 veces. A marzo de 2014, **Tanner** mantenía un indicador de 1,9 veces. Cabe señalar que producto de las obligaciones financieras asumidas, la compañía debe mantener un indicador de liquidez superior a una vez, restricción que hasta la fecha ha cumplido con holgura.



Endeudamiento

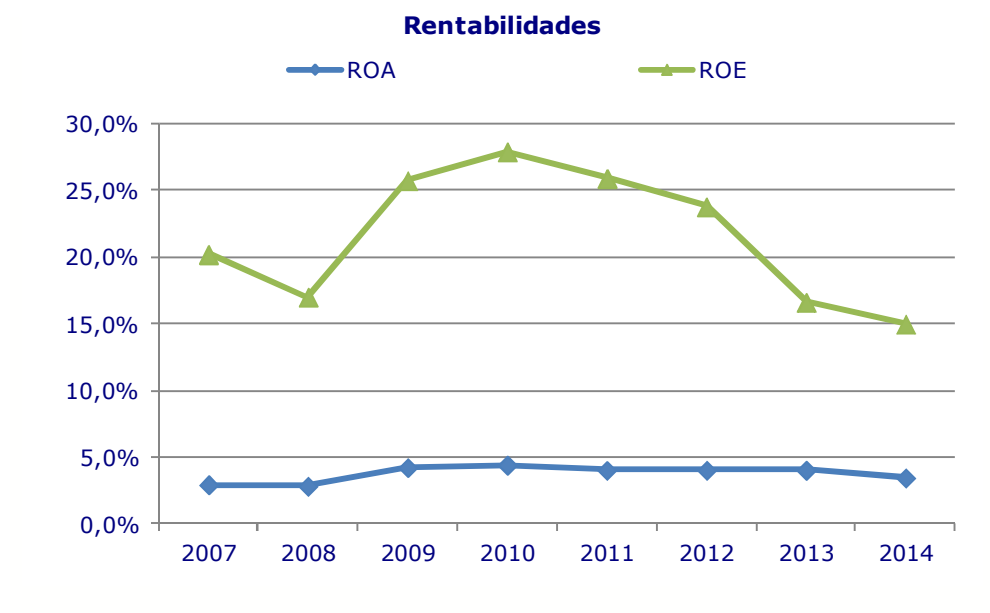
El endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, mantuvo un nivel entre 4,4 y 5,5 veces hasta 2012, bajando a 2,4 veces el 2013 debido al aumento de capital materializado el último trimestre de ese año (la emisión de bonos impone una restricción de 7,5 veces). La estabilidad mostrada por este indicador, pese al creciente volumen de pasivos para financiar operaciones del giro de la compañía, refleja los aumentos de capital realizados y el crecimiento de las utilidades retenidas por el cambio en su política de dividendos, que pasó de 80% a 30% a partir del ejercicio de 2010. El fortalecimiento patrimonial es parte del proceso que está llevando a cabo **Tanner**, con el objetivo de sustentar su crecimiento de largo plazo.



Rentabilidad¹³

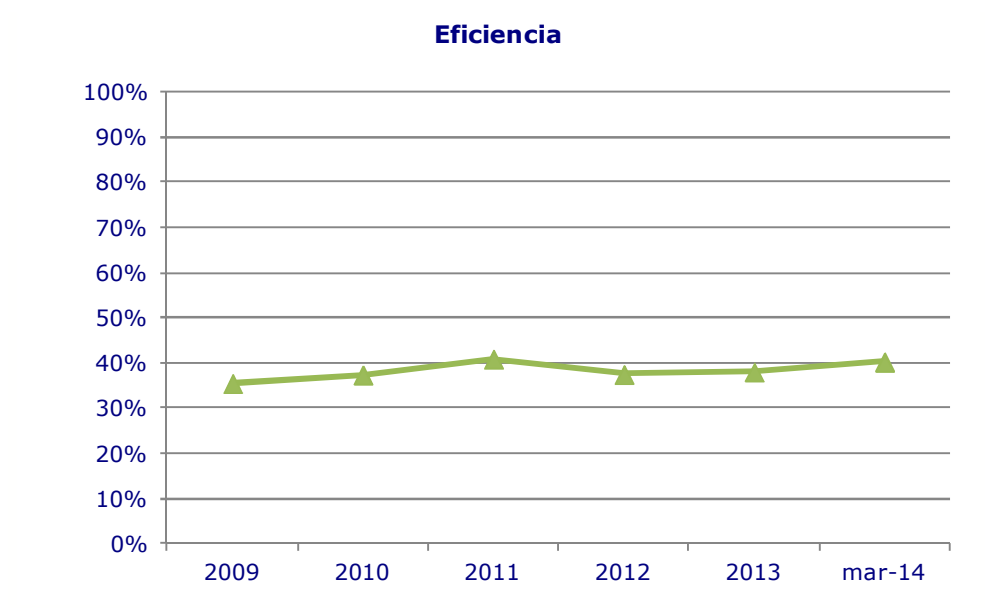
Las utilidades han mantenido un crecimiento sostenido, producto del crecimiento de las colocaciones e ingresos y la mejora en la eficiencia de la compañía (favorecida por su mayor tamaño). La rentabilidad patrimonial ha tenido un comportamiento variable, influenciado por los aumentos de capital realizados en los últimos períodos.

¹³ ROA: Ganancia (Pérdida) / Activos totales promedio. ROE: Ganancia (Pérdida) / Patrimonio promedio.



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre margen bruto (neto de provisiones), ha mostrado una tendencia favorable en los últimos años, producto de las economías de escala generadas por mayores volúmenes de operación, además de una mejora en la eficiencia de la operación interna. En diciembre de 2013, la compañía registró un indicador de eficiencia de 38,0% y a marzo de 2014 el indicador fue de 40,2%.



Características de las emisiones vigentes

Actualmente, **Tanner** cuenta con seis líneas de efectos de comercio y cinco líneas de bonos inscritas, cuyas principales características se encuentran descritas a continuación:

Características de las líneas de efectos de comercio						
	Línea efectos de comercio	Línea efectos de comercio	Línea efectos de comercio	Línea efectos de comercio	Línea efectos de comercio	Línea efectos de comercio
Nº de Inscripción	019	022	025	031	093	102
Fecha de Inscripción	2 de febrero de 2005	29 de agosto de 2006	11 de junio de 2007	17 de julio de 2008	07 de noviembre de 2012	06 de febrero de 2014
Plazo Vencimiento Línea (años)	10	10	10	10	10	10
Fecha de Vencimiento de la línea	2 de febrero de 2015	29 de agosto de 2016	11 de junio de 2017	17 de julio de 2018	07 de noviembre de 2022	06 de febrero de 2024
Monto Máximo Línea (MM\$)	7.000	10.000	10.000	15.000	15.000	20.000
Opción de Prepago	No hay opción de prepago por parte del emisor.					
Uso de Fondos	Refinanciamiento de la estructura de pasivos y/o financiamiento de operaciones de su negocio.					
Garantías	No hay.					

Características de las líneas de bonos					
	Línea de bonos	Línea de bonos	Línea de bonos	Línea de bonos	Línea de bonos
Nº de Inscripción	509	548	625	656	709
Fecha de Inscripción	08 de agosto de 2007	3 de septiembre de 2008	15 de diciembre de 2009	23 de marzo de 2011	7 de marzo de 2012
Plazo Vencimiento Línea (años)	10	10	10	10	25
Fecha de Vencimiento de la línea	8 de agosto de 2017	3 de septiembre de 2018	15 diciembre de 2019	23 de marzo de 2021	7 de marzo de 2037
Monto Máximo Línea	MM\$ 20.000	UF 1.500.000	UF 2.000.000	MM\$ 50.000	MM\$ 70.000
Opción de Prepago	No hay opción de amortización extraordinaria.				
Garantías	No hay.				

Covenants financieros líneas de efectos de comercio		
	Límite	Indicadores al 31/03/14
Patrimonio total / Activos totales	Mínimo 10%	29,86%
Activos corrientes / Pasivos corrientes	Mínimo 1,00	1,92
Patrimonio mínimo (MM\$)	21.000 (60.000 para la línea 093)	211.419

Covenants financieros líneas de bonos		
	Límite	Indicadores al 31/03/14
Pasivo exigible / Total patrimonio	Máximo 7,5 veces	2,35
Activos libres de toda prenda, hipoteca u otro gravamen / Pasivo exigible no garantizado del emisor	Mínimo 0,75 veces	1,43
Patrimonio mínimo (MM\$)	21.000 (60.000 para la línea 709)	211.419

"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."