

Una vez obtenido el perfil *stand alone*, para determinar la clasificación final se incorpora el impacto de otros factores,

Las “Perspectivas de la Clasificación” expresan la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano plazo, lo que significa un rango de uno a dos años. En contraposición, un “Creditwatch” o Revisión Especial captura posibles cambios de la clasificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación. Por consiguiente, cuando una clasificación es colocada en “Creditwatch”, Feller Rate deja de asignarle “Perspectivas”.



La metodología también incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta. Se trata de determinar, a juicio de Feller Rate, si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso de que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la clasificación E.

Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Este incluye, pero no se limita, a la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Cabe señalar, asimismo, que la clasificación de riesgo es fundamentalmente prospectiva. Esto significa que, si bien considera antecedentes históricos, entrega una opinión respecto de la capacidad de pago futura de una entidad.

La decisión final de la categoría de clasificación asignada corresponde al Comité de Clasificación, el cual, como cuerpo colegiado, responde a un conjunto de analistas de distintas áreas que toma sus decisiones mediante votación sobre la base de los antecedentes presentados por el equipo a cargo de la clasificación.

II. CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El punto inicial del análisis de solvencia es la evaluación del perfil de negocios, determinante de la capacidad de generación de flujos de caja de la entidad, así como de la potencial estabilidad y predictibilidad de los mismos.

II.1. PERFIL DE NEGOCIOS

El riesgo o perfil de negocios está definido, fundamentalmente, por el riesgo de la industria, la posición competitiva y los mercados de operación.

La evaluación considera el análisis de elementos cuantitativos y cualitativos en cada categoría que, en conjunto, llevan a establecer una de las siguientes calificaciones: **FUERTE, SATISFACTORIO, ADECUADO, VULNERABLE O DÉBIL.**

— 1. RIESGO DE LA INDUSTRIA

Cada industria posee condiciones estructurales que resultan determinantes en el riesgo de crédito de una empresa.

Estas condiciones definen el grado de intensidad competitiva, los niveles de rentabilidad y la volatilidad potenciales a los que la entidad está expuesta.

Las principales características de la industria que inciden en su rentabilidad y volatilidad de sus retornos, y en nivel de competencia, aunque no los únicos a considerar, son:

FACTORES DE OFERTA

Tales como la existencia de barreras a la entrada y/o a la salida, así como la concentración/fragmentación de los oferentes son, entre otros, elementos críticos en definir el grado de intensidad competitiva.

FACTORES DE DEMANDA

Tales como la concentración/fragmentación de los compradores, la sensibilidad al ciclo económico y las perspectivas de crecimiento son aspectos que también inciden fuertemente en el grado de competencia de la industria y en la volatilidad de los retornos.

DURACIÓN DEL CICLO PRODUCTIVO

Largos ciclos productivos generalmente se traducen en desfases relevantes entre las decisiones de inversión y de compra, produciendo frecuentes desbalances entre oferta y demanda real. Ello genera situaciones de sobre oferta que ejercen presiones sobre los precios, cuya magnitud y alcance depende de cada industria en particular.

INTENSIDAD EN EL USO DE CAPITAL

Incrementos en la capacidad de producción generalmente son discretos e implican grandes necesidades de inversión en activo fijo. Asimismo, los periodos de construcción y posterior maduración de las nuevas inversiones son relativamente prolongados.

FACTORES OPERACIONALES

Son variados, dependiendo su pertinencia de cada industria en particular. Entre éstos se encuentran la exposición a riesgos medioambientales, climáticos y sanitarios, y la sensibilidad al costo de la energía, de la mano de obra e insumos específicos.

INFLUENCIA DEL MARCO REGULATORIO

En muchas industrias la regulación tiene una fuerte incidencia tanto en los retornos potenciales como en la estructura de la oferta, por lo que cambios en la legislación pueden tener un impacto significativo. Este riesgo se ve mitigado en industrias en que el marco legal ha mostrado una histórica estabilidad.

En el caso de empresas que desarrollan su actividad en más de una industria, la evaluación toma en consideración el riesgo asociado a cada una y su importancia relativa, así como los beneficios de la diversificación.

— 2. POSICIÓN COMPETITIVA

La industria en que cada empresa participa define su entorno competitivo y, en consecuencia, los factores clave para generar ventajas competitivas o, a lo menos, determinar la sustentabilidad de la entidad dentro de su industria.

Por lo tanto, la importancia y el peso específico en la evaluación de variables tales como la estructura de costos, la participación de mercado, el reconocimiento de marcas, la escala de operaciones, entre muchos otros, dependerá de la industria específica en que participe la empresa y se estudiará caso a caso.

Mientras más fuerte sea la posición competitiva de una empresa mayor será su capacidad de obtener niveles de rentabilidad consistentemente superiores al promedio de su industria.

— 3. MERCADOS DE OPERACIÓN

En el caso de empresas con operaciones en el extranjero, en la evaluación es relevante incorporar el riesgo soberano del o los países donde la empresa mantiene operaciones.

Adicionalmente, es necesario considerar las condiciones particulares de la industria en cada país donde la entidad opera. Esto incluye, entre otros aspectos, el marco regulatorio atinente y las perspectivas de crecimiento de la demanda por el bien o servicio.

La evaluación incorpora, además, los beneficios potenciales de la diversificación.

Es importante señalar que mantener operaciones en países con un riesgo relativo diferente al de Chile, no genera en forma automática un impacto en la clasificación de la empresa (positivo o negativo según sea el caso).

La evaluación debe sopesar adecuadamente la combinación de los factores de riesgo soberano (grado de desarrollo económico y financiero, estabilidad política e institucionalidad, entre otros); de industria (intensidad competitiva, riesgos regulatorios, perspectivas de crecimiento, entre otros); y la diversificación aportada. Este mayor riesgo podría ser mitigado por una industria local

provista de un marco regulatorio estable y positivas perspectivas de crecimiento.

II.2. POSICIÓN FINANCIERA

La evaluación de la posición financiera corresponde a la opinión de la fortaleza financiera de la empresa en relación con su capacidad para cumplir, en tiempo y forma, con sus compromisos financieros.

En consecuencia, el análisis se centra en el grado de protección o cobertura que entregan los flujos de la operación de la empresa a sus deudas. Para esto, Feller Rate estudia (i) la rentabilidad y capacidad de generación de flujos operativos; (ii) la estructura de capital y coberturas de deuda; y (iii) la liquidez. Asimismo, se consideran aspectos financiero - contables.

Dependiendo de los elementos recién señalados, Feller Rate califica la posición financiera en alguna de las categorías siguientes: **SÓLIDA**, **SATISFACTORIA**, **INTERMEDIA**, **AJUSTADA O DÉBIL**.

— 1. RENTABILIDAD Y CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS OPERATIVOS

El punto inicial para evaluar la posición financiera de la empresa es el análisis de su capacidad en generar retornos y la estabilidad y predictibilidad de los mismos.

Se analiza, por tanto, el nivel, la variabilidad y la tendencia de la rentabilidad de la empresa en el corto y mediano plazo. Asimismo, se realiza un análisis comparativo con emisores de la misma industria.

Como indicadores de rentabilidad se estudian márgenes, índices de eficiencia de gastos, retornos sobre activos y el capital.

Sin embargo, el servicio de la deuda no se realiza a partir de los resultados, sino que de los flujos generados. Los resultados de la empresa (base devengada) incorporan partidas contables que no representan flujos de efectivo del periodo, tales como la depreciación.

Feller Rate analiza la robustez y estabilidad de la generación de flujos operativos de la empresa, tanto desde una perspectiva histórica como proyectada, para cubrir los requerimientos de capital de trabajo, las necesidades de inversión, el pago de dividendos y el servicio de las deudas financieras.

— 2. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COBERTURAS DE DEUDA

La evaluación de la estructura de capital constituye una parte importante del análisis de la posición financiera. No sólo se considera el nivel de apalancamiento o uso por parte del emisor de financiamiento externo; también es relevante considerar el tipo de obligaciones y su perfil de vencimientos.

Otros aspectos por evaluar son la composición de tasas de interés (fija versus variable), el calce de monedas entre los flujos operativos y las obligaciones de pago, y el uso de instrumentos de cobertura para mitigar la exposición a los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio.

CONTINGENCIAS

En el análisis Feller Rate no sólo incorpora las deudas financieras registradas como tales en el balance, sino que cualquier tipo de obligación que genere un compromiso de pago futuro. Ejemplo de lo anterior son garantías, arrendamientos operativos o pasivos contingentes, como aquellos ligados a la resolución de litigios judiciales pendientes (de origen comercial, laboral, tributario, etc.). Cabe señalar que las contingencias a considerar en la evaluación no están limitadas a las reveladas en los estados financieros, sino que corresponden a cualquier evento del que Feller Rate tenga conocimiento y que, en su opinión, por su naturaleza adquiera el carácter de contingencia.

COBERTURAS

Una de las partes más relevantes del análisis es la evaluación del grado de cobertura o protección entregado por la generación de resultados y los flujos operativos a las obligaciones financieras.

Entre los principales indicadores financieros incluidos en el análisis están: $\text{ebitda} / \text{gastos financieros}$, $\text{deuda} / \text{ebitda}$ y $\text{flujo de caja operativo (antes y después de requerimientos de capital de trabajo)} / \text{deuda}$.

— 3. LIQUIDEZ

La evaluación de la liquidez de la empresa considera el análisis de las fuentes y uso de fondos sobre la base de las estimaciones de Feller Rate, para un plazo de 12 meses.

Como fuentes adicionales de liquidez se incorporan las líneas de crédito no comprometidas. Asimismo, se considera el grado de acceso del emisor a financiamiento externo, tanto en términos de diversificación de fuentes como de oferentes de crédito: acceso a mercados local y externo, sistema bancario, emisión de títulos de oferta pública.

Se evalúa, además, la existencia de otros soportes potenciales de liquidez ya sea internos o externos, tales como inversiones de fácil liquidación, existencia de cuentas mercantiles, etc.

En relación con la holgura de las fuentes de liquidez para cubrir sus usos, Feller Rate califica la posición de liquidez de la empresa según las categorías presentadas en la tabla 1. Cabe destacar que estas categorías coinciden con las mencionadas para la posición financiera en la sección homónima (página 3).

— 4. ASPECTOS FINANCIERO - CONTABLES

En el análisis de los estados financieros Feller Rate puede realizar ajustes o reclasificaciones de algunas partidas contables, con objeto de lograr una mayor consistencia y comparabilidad de los indicadores financieros, tanto desde una perspectiva temporal como en relación con el resto de los emisores no financieros clasificados.

TABLA 1: DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

CATEGORÍAS	DEFINICIÓN
Sólida	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
Satisfactoria	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Intermedia	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Ajustada	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Débil	La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

TABLA 2: PRINCIPALES USOS Y FUENTES DE FONDOS

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ
Flujos de fondos operativos
Líneas de crédito comprometidas
Recursos provenientes de ventas de activos con alta probabilidad de materialización en el periodo
Aumentos de capital aprobados con alta certeza de ser suscritos y pagados en el periodo
PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ
Requerimientos de capital de trabajo
Amortización de obligaciones financieras
Pago de intereses
Inversiones comprometidas
Capex de mantención
Dividendos por repartir

Se evalúa la calidad y transparencia de la información revelada en los estados financieros.

Asimismo, el análisis considera qué tan conservadores son los criterios contables aplicados, con particular énfasis en los criterios de reconocimiento de ingresos y de gastos; de determinación del valor justo de los activos; y de valorización de ciertas partidas de balance, tales como cuentas por cobrar, gastos de arriendo y provisiones, entre otras.

Estos antecedentes permiten formarse una opinión, dado que la capacidad de realizar ajustes contables es limitada, de qué tan desalineados pueden estar ciertos indicadores contruidos sobre la base de información de los estados financieros de una empresa en relación con sus comparables. Adicionalmente, constituyen un elemento cualitativo incorporado en la evaluación de la administración.

No obstante, es importante señalar que la evaluación de Feller Rate no constituye ni es el resultado de una auditoría. El análisis de riesgo crediticio no tiene por objeto ni posee los alcances ni la profundidad necesaria para este propósito.

II.3. ELEMENTOS AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA (ESG)

La evaluación de aspectos ESG se limita a los aspectos que, en opinión de Feller Rate, tienen incidencia en la capacidad de pago de la entidad y, por lo tanto, se reflejan en la clasificación de solvencia. Cada caso es revisado específicamente, considerando el tipo de industria en que opera la entidad y la exposición asociada a estos riesgos.

El seguimiento es continuo e ininterrumpido, fundamentalmente a través de la información pública, la prensa especializada y toda información relevante que entregue la entidad para su consideración. Cuando existe

alguna duda o riesgo que el equipo identifique como relevante, el equipo de Feller Rate contacta a la empresa y, si lo amerita, realiza comités y acciones de clasificación.

Los aspectos evaluados pueden tener un impacto positivo, neutro o negativo en la clasificación.

El impacto sobre la solvencia dependerá de la materialidad del riesgo residual emanado de alguna contingencia ESG lo cual se puede recoger de forma cualitativa o bien cuantitativa.

En cuanto a factores ambientales, la clasificación de la solvencia incorpora el análisis de diversos factores operacionales, cuya pertinencia depende de cada industria en particular. Entre éstos se encuentran la exposición a riesgos medioambientales, climáticos y sanitarios, así como la sensibilidad al costo de la energía, la intensidad en el uso del agua, de la mano de obra e insumos específicos. Es clave la mitigación a través de la implementación de estrategias a favor de la disponibilidad y estabilidad de los recursos.

En lo referente a factores sociales, la clasificación de la solvencia incorpora la exposición a desafíos con las comunidades, sindicatos y otros grupo de interés, tanto en la realización de proyectos como en etapas operativas. Es clave la mitigación a través de la implementación de estrategias con las comunidades, seguridad en el trabajo, elementos de ciberseguridad, entre otros.

En la evaluación también se considera el marco regulatorio y permisología, ya que, en muchas industrias, éste tiene una fuerte incidencia tanto en los retornos potenciales como en la estructura de la oferta dada la eventual generación de pasivos ambientales o mayores requerimientos de inversión. No obstante, estos riesgos se han visto mitigados en aquellos mercados en que el marco legal ha mostrado una estabilidad histórica.

TABLA 3: ASPECTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LA ADMINISTRACIÓN SUPERIOR

PRINCIPALES ASPECTOS EVALUADOS	
CAPACIDAD DE EJECUCIÓN ESTRATÉGICA	Se examina la evidencia histórica de éxito en la capacidad de ejecución de la estrategia de negocios de la empresa y de liderazgo en relación con la industria. Se considera positivo si la administración superior ha sido capaz en el pasado, consistentemente, de alcanzar los objetivos propuestos, tanto operacionales como financieros. Lo anterior, en opinión de Feller Rate, demuestra un profundo conocimiento del negocio y del mercado, y una alta capacidad de gestión
CAPACIDAD DE ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO	Se evalúa el grado de formalización de las políticas financieras, la administración de las mismas, conforme a los objetivos financieros definidos por el Directorio; así como la evidencia histórica de los objetivos financieros alcanzados.
EXPERIENCIA	Se incorpora en el análisis los años de experiencia de la administración en el negocio y/o industria. Asimismo, se considera la independencia de la administración a un individuo en particular.

TABLA 4: ASPECTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LA PROPIEDAD

PRINCIPALES ASPECTOS EVALUADOS	
TOLERANCIA AL RIESGO	Las políticas financieras adoptadas por el controlador son consistentes con su nivel de tolerancia al riesgo. Lo anterior se refleja en la definición de las políticas de endeudamiento y estrategias de financiamiento de inversiones, políticas de dividendos y de liquidez. Se evalúan positivamente la capacidad para flexibilizar el reparto de dividendos en periodos de mayores necesidades de inversión o de menor generación de flujos operativos, y el manejo prudente de la liquidez.
SOPORTE FINANCIERO	Evidencia histórica de aumentos de capital realizados en forma oportuna y en los montos necesarios para mantener una situación de liquidez holgada.

En cuanto a aspectos relacionadas a la Gobernanza o Gobierno Corporativo se analizan elementos de la administración y de la propiedad, y su influencia tanto en el perfil de negocios como en la posición financiera de la empresa, incorporándose directamente en la evaluación del riesgo del negocio o financiero, según corresponda.

Entre los principales aspectos a medir se incluyen el apetito por riesgo, la experiencia y la capacidad de ejecución estratégica. La opinión de Feller Rate se fundamenta, principalmente, en el *track record* de la entidad, sus controladores y principales ejecutivos.

Así, se evalúan las estructuras de gobierno corporativo del emisor mediante aspectos generales tales como:

- Porcentaje de participación de inversionistas institucionales en la propiedad del emisor (administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y otros). Para Feller Rate, este porcentaje se correlaciona positivamente con el grado de profundidad y apertura del gobierno corporativo del emisor.
- Cantidad de directores independientes en el directorio de la compañía, entendidos como aquellos no escogidos por grupos controladores.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos que posea el emisor.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.
- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en el emisor de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría."

Feller Rate también incorpora otros aspectos de gobernanza, tales como la transparencia y disponibilidad de información. Específicamente, evalúa si los accionistas y el mercado en general reciben toda información que sea relevante para la toma de decisiones. Entre esos factores, se consideran la existencia, formalidad y estructuración de dependencia del área de Relación con los Inversionistas, y la cantidad, tipo y accesibilidad de la información que entrega el emisor al mercado respecto de sus operaciones, hechos relevantes y situación financiera, entre otros.

Adicionalmente, en la clasificación de los títulos accionarios, tal como se describe más adelante, se vuelven a abordar aspectos de gobierno corporativo. Esta vez, el foco analítico se centra en evaluar la existencia de estructuras de gobierno corporativo acordes con los estándares esperables para la composición accionaria del emisor de los títulos.

Al analizar la estructura de capital y las coberturas de deuda, Feller Rate no sólo incorpora las deudas financieras registradas como tales en el balance, sino que cualquier tipo de obligación que genere un compromiso de pago futuro. Ejemplo de lo anterior son las garantías, arrendamientos operativos o pasivos contingentes, como aquellos ligados a la resolución de litigios judiciales pendientes (de origen comercial, laboral, tributario, ambiental, entre otros). Cabe señalar que las contingencias a considerar en la evaluación no están limitadas a las reveladas en los estados financieros, sino que corresponden a cualquier evento del que Feller Rate tenga conocimiento y que, en su opinión, por su naturaleza adquiera el carácter de contingencia, incluyendo las variables de ESG.

II.4. PERFIL CREDITICIO INDIVIDUAL

La combinación entre el riesgo del negocio y la posición financiera determina el perfil crediticio individual.

En la medida que una empresa tenga un perfil de negocios más robusto, es decir, una generación de flujos de fondos más estable, mayor será el nivel de riesgo financiero tolerado para una misma clasificación de riesgo. El riesgo del negocio será pues determinante para establecer los niveles de riesgo financiero asociados a las categorías de clasificación asignables a una empresa.

En consecuencia, los ratios financieros de referencia pueden variar significativamente dependiendo de la industria en que una empresa participa o, incluso, de su posición competitiva en ella.

La matriz presentada en el diagrama 2 entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.

Las desviaciones en las categorías de riesgo indicadas por la matriz pueden ser positivas o negativas. Generalmente, están asociadas a eventos disruptivos, tales como fusiones, paralización de actividades o cambios regulatorios, o a situaciones de *stress* financiero.

II.5. OTROS FACTORES QUE CONSIDERAR

Una vez definidos el perfil crediticio individual o *stand alone*, se incorpora en la clasificación el potencial impacto de otros elementos, en caso de que éstos se encuentren presentes. Los principales a evaluar son: el carácter de empresa Estatal y apoyo del Estado, el soporte del controlador (ver sección II.3) y las influencias (positivas o negativas) de las relaciones de grupo.

El impacto en la clasificación final puede ser neutro o ir desde uno o más *notchs*.

EMPRESAS PÚBLICAS – APOYO DEL ESTADO

La evaluación considera el potencial apoyo del Estado a la entidad para dar cumplimiento en el pago de sus compromisos financieros. En opinión de Feller Rate, este depende de (i) la importancia estratégica de la empresa para el Estado y (ii) del grado de integración que exista entre la entidad y el aparato estatal. Mientras mayor sea la importancia estratégica y mayor el grado de integración, más probable se considera el soporte entregado por el Estado.

INFLUENCIAS DE LAS RELACIONES DE GRUPO

En el caso que la empresa clasificada forme parte de un grupo económico, Feller Rate evalúa la vinculación entre las entidades que conforman al Grupo. Entre los elementos considerados se incluyen los estatutos legales; la estructura societaria; aspectos de propiedad y control; grado de integración financiera entre las empresas del grupo; relevancia económica y estratégica en las relaciones matriz - filial; existencia de respaldos explícitos/implícitos; y evidencia histórica de soporte /presiones financieras, entre otros.

II.6. PERSPECTIVAS

Las perspectivas indican la dirección potencial de una clasificación, bajo el escenario considerado como más probable por Feller Rate (escenario base).

Adicionalmente, Feller Rate explicita los escenarios que pudieran derivar en un alza o una baja de la clasificación, pese a que éstos no correspondan al escenario base.

El análisis de escenarios incluye la sensibilización de los estados financieros proyectados de la empresa, incluyendo el juicio de Feller Rate sobre la evolución de parámetros significativos en términos del riesgo crediticio.

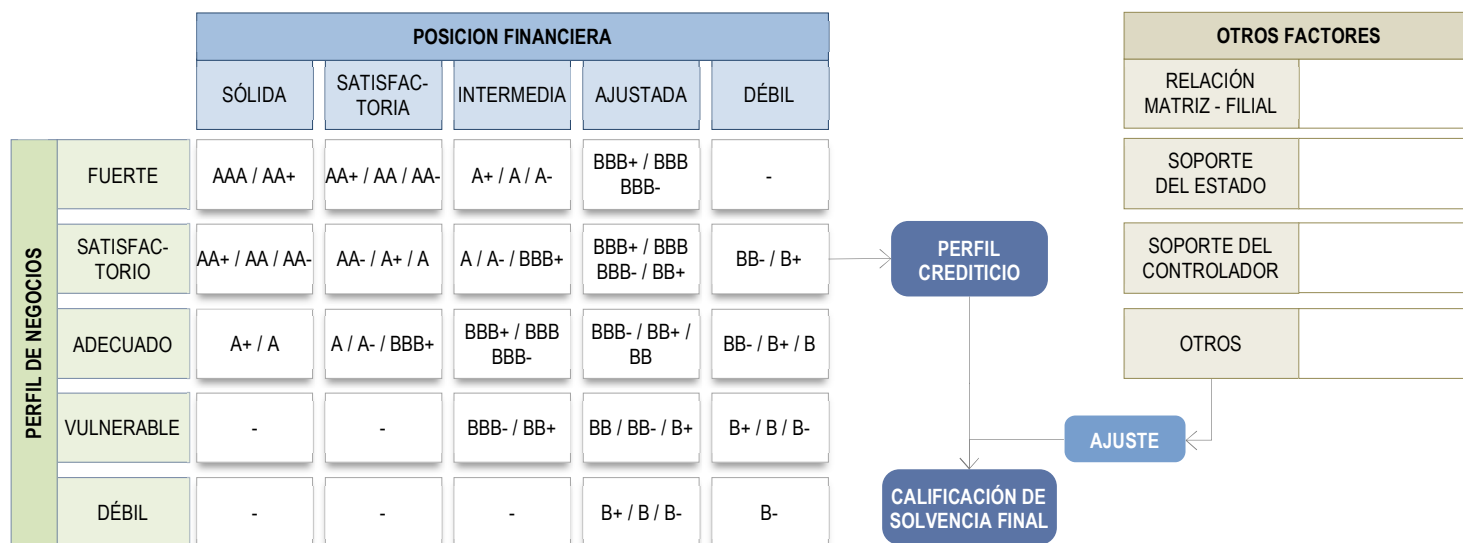
Por último, cabe destacar que, pese a que en la evaluación Feller Rate incorpora todos los antecedentes disponibles a la fecha, las perspectivas se asignan sobre la base del desempeño futuro de la entidad, que por naturaleza es incierto.

El nivel de incertidumbre, por cierto, se ha incrementado en forma relevante en el último tiempo, ante las condiciones de alta volatilidad económica y financiera imperantes en los mercados.

Reconociendo lo anterior, las perspectivas se asignan generalmente para un plazo no mayor a 24 meses.

DIAGRAMA 2: MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que pueden implicar desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



III. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

Una vez que Feller Rate clasifica la solvencia de la empresa, procede a clasificar los instrumentos que ella emite. La solvencia de la empresa constituye una base importante para comprender el comportamiento de pago de la empresa en los flujos comprometidos por sus títulos.

1. INSTRUMENTOS DE DEUDA: BONOS, EFECTOS DE COMERCIO

— CONTRATO DE EMISIÓN

Es el análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato de emisión. Para estos efectos, se evalúan por un lado los resguardos del instrumento y por otro las garantías.

■ Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate trata de calificar la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

A excepción de las cláusulas sobre la obligatoriedad de entregar información y, en los casos en que la sociedad emisora sufra una transformación, a que las entidades resultantes se hagan solidariamente responsables, Feller Rate no impone la existencia de ningún resguardo como requisito indispensable.

■ Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuentan con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor clasificación.

— CLASIFICACIÓN FINAL DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

Una vez obtenida la clasificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos y las garantías, la determinación de la clasificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller

Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la clasificación de la capacidad de pago. La nomenclatura utilizada por la Clasificadora se encuentra descrita al final del presente documento.

Para los instrumentos emitidos a plazos de hasta un año, la clasificación que normalmente se asigna se basa en la relación entre la clasificación de solvencia y la de corto plazo, según se muestra en la siguiente estructura:

— INSTRUMENTOS HÍBRIDOS

Para los instrumentos híbridos emitidos por corporaciones, el factor determinante en su evaluación es su capacidad de operar como un pseudo capital, permitiendo diferir el servicio de deuda y/o absorber pérdidas inesperadas mientras la entidad se mantiene en operación. En la medida en que el instrumento se asemeje más al capital, mayor será el riesgo e incertidumbre en el cumplimiento de las obligaciones en tiempo y forma, lo que impacta directamente al bonista.

El análisis considera la categorización del instrumento subordinado, la probabilidad de incumplimiento de la obligación y los gatillos y mecanismos de absorción de pérdidas establecidos, en especial bajo escenarios de stress. Asimismo, se incorporan otros elementos contractuales en caso de estar presentes en la emisión.

Respecto de la subordinación legal, se evalúa la posición relativa del instrumento frente a la deuda senior y/o la solvencia de la entidad, así como su ubicación respecto del capital común, conforme lo establecido explícitamente en los contratos pertinentes. Posteriormente, se analiza la vida útil del instrumento, reconociendo rangos de mediano y largo plazo, o tratarse de instrumentos perpetuos.

Luego, se revisa la flexibilidad de los cupones de pago y sus efectos, considerando si son diferibles sin default, acumulativos en el tiempo o, por el contrario, de cumplimiento obligatorio sin diferimiento. Asimismo, se examinan las condiciones objetivas de activación de gatillos de absorción de pérdidas, evaluando la probabilidad de caer en dichas zonas de gatillo y el mecanismo definido para absorber pérdidas, ya sea mediante reducción parcial o total del valor nominal, conversión forzada en acciones comunes o preferentes, o conversión automática bajo determinadas circunstancias, entre otros.

En función del análisis anterior y la combinación de factores, Feller Rate usualmente reconoce un crédito por equity para efectos de ajuste de indicadores, el cual puede ser de 0%, 50% o 100%, junto con una deducción de hasta tres notches respecto de la clasificación de solvencia del emisor o de la deuda senior, a fin de reflejar el mayor riesgo de incumplimiento en relación con un bono senior.

La presencia de otros elementos, tales como la facultad del emisor de eximirse del pago de dividendos, también constituye un aspecto relevante de evaluación y puede derivar en descuentos adicionales de notches, usualmente dentro de un rango entre cero y tres escalones, desde la clasificación inicial del instrumento.

Dada la diversidad de condiciones que pueden presentarse en una emisión de instrumentos híbridos, Feller Rate se reserva la posibilidad de realizar ajustes adicionales a los señalados previamente. Con todo, se espera que la mayoría de los casos quede adecuadamente cubierta bajo la presente metodología.

RELACIÓN ENTRE CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y DE CORTO PLAZO

Clasificación de la institución	Clasificación del instrumento
AAA, AA+, AA, AA-, A+ (*)	Nivel 1+
A+, A, A- (*)	Nivel 1
A, A-, BBB+, BBB	Nivel 2
BBB, BBB-	Nivel 3
BB+, BB, BB-, B+, B, B-, C, D	Nivel 4
E	Nivel 5

(*) Las entidades con solvencia en A+ y A- sólo ocasionalmente pueden acceder a una clasificación de corto plazo en Nivel 1+ y Nivel 1, respectivamente.

2. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

En la clasificación de un bono u otro tipo de instrumento de deuda de financiamiento de proyectos, el análisis considera que su capacidad de pago depende fundamentalmente de los flujos del propio proyecto. Esto es, el proyecto es evaluado como un ente autónomo, autosostenido, sin perjuicio de otros mejoramientos crediticios.

El trabajo se enfoca, principalmente, en determinar, con un grado de confianza razonable, la capacidad de los ingresos futuros para cubrir los gastos actuales y proyectados, sin asignar una clasificación a la solvencia de la sociedad emisora, pero sí a los instrumentos de deuda.

— ANÁLISIS DEL PROYECTO

Dada una estructura de financiamiento, lo esencial en la evaluación de riesgo es determinar la fortaleza y estabilidad de los flujos de ingresos y gastos durante la vida de la deuda. Tanto en la etapa preoperativa como en la operativa, el análisis se centra en la predictibilidad de los flujos; esto es, en la capacidad del proyecto para comportarse según lo pronosticado.

Una de las características propias de los proyectos es su alto grado de especificidad, lo que impide hacer generalizaciones o establecer criterios que sean de aplicación universal. Esto no sólo se da entre proyectos de

distinta naturaleza, como por ejemplo aeropuertos y centrales hidroeléctricas, sino incluso dentro de un mismo rubro, donde cada proyecto tiene características propias, con regulaciones específicas, riesgos preoperativos distintos y fuentes de ingresos y financiamiento que pueden ser muy disímiles.

En la etapa operativa, el aspecto más relevante es la predictibilidad de los ingresos. Esta depende principalmente de la demanda futura, estructura de tarifas y otros elementos, tales como los ingresos mínimos garantizados, subsidios, subvenciones y otros compromisos del Estado u otros entes oficiales.

En la etapa preoperativa, los elementos claves que inciden sobre el riesgo son los sobrecostos y atrasos en relación con lo planificado. Para minimizar este riesgo, además de eventuales seguros y garantías, la tendencia internacional es usar cada vez más contratos a suma alzada. La clave es que, durante la etapa preoperativa, todos los riesgos –salvo algunos muy acotados y de baja probabilidad de ocurrencia– sean traspasados a terceros especialistas y no sean asumidos por el proyecto. Puesto de otra forma, la idea es asegurar que, aún bajo escenarios de sobrecostos o atrasos, existirán fondos suficientes para pagar las amortizaciones de deuda.

— SOLVENCIA DE LOS CONTRATISTAS

Para los análisis de la etapa preoperativa, además de la fortaleza de los contratos tipo llave en mano, la protección para los acreedores del proyecto se deriva de la solvencia y experiencia de los contratistas. Sólo si ésta es suficiente, los contratos pueden ser considerados como un mecanismo para reducir los riesgos.

La medición de solvencia se realiza normalmente por medio de una clasificación de riesgo de Feller Rate, pública o privada, o por una evaluación similar. Asimismo, se evalúa lo comprometido en el contrato en relación con la capacidad del contratista.

— ANÁLISIS DE LOS SPONSORS O CONCESIONARIOS

Si bien los proyectos son analizados como entes autosostenidos, quién sea el *sponsor* o concesionario no es irrelevante. En efecto, la seriedad, capacidad de gestión y experiencia del *sponsor* o concesionario y sus propietarios son elementos básicos para asegurar el pago de las obligaciones. Esto es particularmente cierto cuando determinados flujos de ingresos, incluyendo subsidios e ingresos mínimos garantizados, pueden verse afectados ante el término anticipado de una concesión.

— ANÁLISIS DEL CONTRATO DE EMISIÓN

Corresponde al análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato de emisión. Este documento y sus anexos son los que contienen la estructura para que existan adecuados y completos mecanismos de aislación entre los accionistas de la sociedad emisora y el proyecto.

Para estos efectos, se evalúan, por una parte, los resguardos del instrumento y, por otra, las garantías.

■ Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, someter sus operaciones a ciertas restricciones, o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Uno de los mecanismos más importantes para la aislación financiera es la estructura de cuentas definidas en la escritura de los instrumentos a emitir para la concesión o proyecto.

Feller Rate debe definir si, en dicho documento, se detallan de manera completa y adecuada todas las cuentas, restringidas, no restringidas y de libre disposición, con sus fuentes y usos de fondos claramente definidos. Estas cuentas deben ser controladas por un Banco Administrador, impidiendo usos no contemplados en la estructura financiera de la emisión.

■ Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuenten con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor clasificación.

3. TÍTULOS ACCIONARIOS

Luego de determinar la solvencia de un emisor, que es el factor preponderante en la clasificación de títulos accionarios, se consideran adicionalmente algunos factores propios de la acción y otros particulares de la entidad emisora.

— 1. LIQUIDEZ DE LOS TÍTULOS ACCIONARIOS

Feller Rate busca determinar la capacidad que posea un título accionario para ser comprado o vendido en el mercado en que se transe, sin afectar su precio. Entre los factores a considerar se encuentran:

■ Presencia Bursátil

Este indicador corresponde al cálculo de la presencia ajustada para cada instrumento, el cual es el porcentaje que representan los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 200, respecto de los últimos 180 días hábiles bursátiles. A mayor presencia, mejor capacidad de transacción.

■ Free Float

Este indicador corresponde a aquel porcentaje de las acciones emitidas por una empresa factible de ser transado en los mercados bursátiles. Corresponde al total de acciones emitidas, menos las acciones de propiedad de los grupos controladores e inversionistas estratégicos. A menos *free float*, mayor concentración de su propiedad y, teóricamente, menor disponibilidad potencial de transacción.

■ Rotación y capitalización bursátil

La rotación de una acción corresponde al número de acciones transadas sobre el total de acciones emitidas en un lapso de tiempo.

Además, Feller Rate considera la capitalización de mercado del emisor, que se calcula como el número de acciones emitidas multiplicado por su valor de mercado comparado dentro del mercado en que transan.

De esta forma se considera complementariamente la rotación con la capitalización, pues mientras mayor sean ambos mayor liquidez potencial del instrumento.

■ Política de Dividendos

Para el análisis de solvencia del emisor, la clasificadora realiza un análisis de su política de dividendos para ver su coherencia con la capacidad de generación de excedentes, de forma que no presione su capacidad de pago. Desde la perspectiva de la clasificación de acciones, se considera que un mayor nivel de flujos que entrega a sus accionistas puede ser un atenuante parcial a menores niveles de liquidez de la acción.

— 2. ASPECTOS DE GOBIERNOS CORPORATIVOS

El análisis de solvencia del emisor de Feller Rate considera la revisión de ciertas políticas de gobierno corporativo, enfocado fundamentalmente sobre sus potenciales efectos sobre la capacidad de pago. Para la clasificación de los títulos accionarios, se busca determinar la existencia de algunas

estructuras de gobierno corporativo del emisor mediante aspectos generales como:

- Participación de inversionistas institucionales, como Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y otros, en la propiedad del emisor.
- Para Feller Rate, el porcentaje de participación de inversionistas institucionales en la propiedad de las acciones del emisor se correlaciona positivamente con el grado de profundidad y apertura de sus políticas de Gobiernos Corporativos.
- Cantidad de Directores Independientes en el Directorio de la compañía, entendidos como aquellos no escogidos por grupos controladores.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos que posea el emisor.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.
- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en el emisor de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.

— 3. ASPECTOS DE TRANSPARENCIA Y DISPONIBILIDAD DE INFORMACIÓN

Se evalúa las estructuras e instancias existentes para mantener informado, a sus accionistas y mercado en general sobre toda la información relevante para la toma de decisiones. Entre esos aspectos se consideran:

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia del área de Relación con los Inversionistas.
- Cantidad, tipo y accesibilidad de la información que entrega el emisor al mercado respecto de sus operaciones, hechos relevantes y situación financiera, entre otros.

— CLASIFICACIÓN FINAL DE TÍTULOS ACCIONARIOS

La clasificación de riesgo de un título accionario considera como primer factor y más relevante dentro del análisis la solvencia del emisor. Además, se consideran otros factores relacionados con el título a clasificar y el emisor del mismo como: la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos y aspectos de transparencia y disponibilidad de información del emisor. El criterio general que se utiliza consiste en evaluar los títulos accionarios de las empresas en una escala de grado creciente de riesgo, según la solvencia y

los otros factores descritos. La nomenclatura que Feller Rate utiliza en la clasificación de estos títulos se encuentra descrita al final de la presente metodología.

IV. PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN

Feller Rate asigna "Perspectivas de la Clasificación", como opinión sobre la dirección potencial de la clasificación.

■ POSITIVAS:

La clasificación puede subir.

■ ESTABLES:

La clasificación probablemente no cambie.

■ NEGATIVAS:

La clasificación puede bajar.

■ EN DESARROLLO:

La clasificación puede subir o bajar.

Por otra parte, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una clasificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la clasificación vigente.

El que una clasificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las clasificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "positiva", "negativa" o "en desarrollo". La designación "positiva" significa que la clasificación puede subir; "negativa", que puede bajar; en tanto "en desarrollo", que puede subir, bajar o ser confirmada.

V. NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

1. CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la calificación de solvencia y bonos:

- Categoría AAA: 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.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

2. TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

3. ACCIONES

Las definiciones de las categorías para la calificación de los títulos accionarios son las siguientes:

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis. **FR**

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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.