



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO



Ficha Técnica: Bonos EFE

Equipo de Finanzas Corporativas
ratings@humphreys.cl

Clasificación AAA de bono de Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE)

Mayo 2024

Fundamento de clasificación

EFE en el pasado emitió bonos teniendo al Estado de Chile como codeudor solidario, por lo cual los títulos son calificados en Categoría AAA.

Recientemente, el emisor ha inscrito los bonos series AH, AI, AJ, AK y AL, sin garantías, instrumentos que también fueron clasificados en "Categoría AAA". En este caso, dado que **EFE** es una empresa del Estado, en los hechos, a juicio de *Humphreys*, el Estado no puede desatender las obligaciones que asume una entidad que forma parte de su administración. Al respecto, es importante tener en consideración:

- i) **EFE**, en su carácter de empresa del Estado, forma parte de la administración estatal, siendo regida por el derecho administrativo, incluyendo: i) la Ley Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado; ii) la Ley de Transparencia; iii) la Ley de Compras Públicas; y iv) los mecanismos de fiscalización de las Cámaras del Congreso Nacional. Como empresa del Estado ha sido creada por ley de quórum calificado, siendo una entidad de derecho público que está sometida a un marco regulatorio regido por un estatuto jurídico específico, que regula sus funciones, potestades, organización, personal y patrimonio. Esto resulta en una estricta supervisión estatal, alineación con las políticas públicas y una estructura operativa basada en los principios del derecho público. A diferencia, las sociedades del Estado no son creadas por ley y su régimen jurídico es el de derecho privado, determinado en una escritura social.
- ii) Si bien existe una fuerte fiscalización en sociedades del Estado, similar a las definidas como empresas del Estado, a juicio de *Humphreys*, el ser parte de la administración del Estado crea un vínculo fuerte que no puede ser soslayado, toda vez que de acuerdo con la Constitución Política del país (artículo 24) la administración recae en el presidente de la república.

- iii) El que se distinga entre empresas del Estado (que forman parte de la administración del Estado) y sociedades del Estado implica, necesariamente, una relación distinta con el Estado.

En conclusión, se estima como más fuerte la relación del Estado con empresas que forman parte de su administración. Cualquier incumplimiento financiero por una empresa como **EFE** podría ser considerado, al menos indirectamente, como una falta del Estado. Ello, no es menor, si se estima que en los análisis de riesgo se evalúa tanto la capacidad de pago como la intencionalidad del pago.

Por lo demás, hay antecedentes evidentes de la integración de **EFE** a la administración del Estado y del apoyo de este último a la primera.

Relación Estado - EFE

- i) **EFE** es 100% del fisco y en sus operaciones presupuestarias, incluyendo la emisión de deuda, depende del Ministerio de Hacienda.
- ii) Lo anterior lleva a que las operaciones presupuestarias de **EFE** se incluyan dentro del presupuesto público (lo que implica que el gobierno autoriza los déficits de la compañía).
- iii) La entidad es fiscalizada por la Contraloría General de la República (además de ser supervisada por la Comisión para el Mercado Financiero).
- iv) En forma continua y sin excepción, todos los años existen transferencias desde el gobierno hacia **EFE** para cubrir los déficits.
- v) **EFE** no sería una entidad viable sin el apoyo recurrente del Estado, apoyo que queda consignado en el presupuesto de la nación.

- vi) La función de **EFE** es evidentemente pública y su política de desarrollo ha sido ratificada por distintos tipos de gobiernos.

De lo anterior se deduce que las operaciones de **EFE** se enmarcan dentro de políticas públicas asumidas como país.

Consideración anexa

La fuerte correlación entre **EFE** y el Estado ha sido incluida en la evaluación que el mercado ha hecho de los bonos de **EFE** y en el riesgo asociado a los títulos de deuda.

Dado lo anterior, un incumplimiento de **EFE** podría ser asociado en el exterior como equivalente a un incumplimiento del Estado, pudiendo afectar la percepción del riesgo soberano del país, perjuicio que se presume que se evitaría (siempre limitado por la capacidad de pago del país que, en el fondo, es lo que determina su riesgo soberano).

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento; también para mostrar y explicar su metodología de clasificación de bonos securitizados.

La metodología de *Humphreys* destaca entre sus pares por la aplicación de un método de evaluación basado en el método de Monte Carlos, lo cual permite reflejar fehacientemente el comportamiento real de las carteras de créditos (sobre la base de distribución de pérdidas) y entregar información útil a los inversionistas (probabilidad de default y pérdida esperada, entre otras variables).