

## Metodología

Clasificación de Riesgo Instrumentos de Oferta  
Pública

Empresas Concesionarias

2014

Actualización 29-02-2024

# Aspectos preliminares

## Alcance de sociedades concesionarias

Se entiende por sociedades concesionarias a aquellas entidades cuya actividad tiene como objetivo la construcción, desarrollo y/o operación de obras públicas.

Para efectos del proceso de clasificación, se considerarán sociedades concesionarias aquellas regidas por la ley contenida en el Decreto 900 de 1996 del Ministerio de Obras Públicas o por otros cuerpos legales que la sustituyan o que tengan objetivos equivalentes.

## Requisitos mínimos para aplicar los procedimientos generales

La aplicación de los procedimientos de evaluación a las sociedades concesionarias requerirá que la información generada en los últimos años permita estimar y proyectar de forma razonable la generación de sus flujos o, en su defecto, se cuenten con estudios confiables respecto al comportamiento futuro de la concesión. También, se entenderá que la información es suficiente cuando los flujos de la sociedad concesionaria estén contractualmente asegurados por el Estado u otra institución de solvencia elevada.

Adicionalmente, para sociedades que están insertas en procesos de construcción, se exigirá los mismos requisitos que se tendrían en consideración en los procesos de evaluación de empresas sin historia.

## Proceso general

Bajo el supuesto que la información disponible para la sociedad evaluada es suficiente y confiable, el proceso de clasificación de una sociedad concesionaria y de los valores de oferta pública que hubiese emitido, implicará contrastar las fortalezas estructurales de la operación con el nivel de endeudamiento relativo de la sociedad y, a partir de ello, establecer las bases para la clasificación de riesgo que asignará el comité de clasificación.

La medición de las fortalezas estructurales se basará en aquellos aspectos que favorecen la viabilidad de largo plazo de la empresa. El endeudamiento relativo se determinará en función del valor actual de los flujos esperados y la deuda financiera de la compañía.

# Calificación de referencia inicial

## Conocimiento de la operación de la entidad evaluada

Como requisito previo para identificar las fortalezas (o debilidades) estructurales de una sociedad concesionaria, se requiere conocer la complejidad y características propias de la obra concesionada -en su etapa de construcción y de operación, según corresponda-; la experiencia de los patrocinadores y de los operadores; el marco contractual en que ésta se desarrolla y la estructura de financiamiento.

El conocimiento del negocio específico de un emisor implica mucho más que saber el tipo de concesión adjudicada (autopista, aeropuerto u hospitales, entre otros). En efecto, dos entidades de un mismo rubro genérico no presentan, necesariamente, el mismo riesgo, ya que aspectos asociados a la complejidad de las obras de construcción, a las exigencias de la operación, al grado de estabilidad de los ingresos y/o a los subsidios existentes, entre otros, son elementos que inciden respecto al grado de predictibilidad de los flujos de la sociedad y a su viabilidad de largo plazo.

Sólo al entender a cabalidad la operatividad y funcionalidad particular de una concesión se puede distinguir los aspectos de mayor relevancia para su operación específica y, a partir de ello, centrar el análisis en aquellas variables que realmente determinan el riesgo de la entidad, sin perjuicio de incorporar en el proceso de evaluación tanto factores que son transversales a la industria como aquellos presentes en toda organización.

## Determinación de la fortaleza estructural

Por fortaleza estructural de una sociedad concesionaria se entiende la capacidad que presenta para dar viabilidad a su modelo de negocio, entendiendo por ello la capacidad de generar los flujos necesarios para responder a las obligaciones financieras que se han asumido.

Entre los elementos que podrían incluirse como relevantes, sin corresponder a un listado exhaustivo o que necesariamente deben estar presentes en la evaluación de sociedades concesionarias, se tienen:

- Estabilidad de los flujos futuros: madurez del uso del servicio concesionado (por ejemplo, en autopistas, historial del pago de peajes), existencias de subsidios o pagos comprometidos por el Estado, mecanismos de fijación de precios y de reajustes y, en general, aspectos que permitan analizar el grado de predictibilidad de los flujos futuros, al menos durante el plazo de vigencia de los títulos de deuda evaluados.
- Riesgo de la operación: tipo y diversidad de eventos que podrían afectar los ingresos futuros, necesidades de inversión futura, capacidad y posibilidad de generar ingresos fuera de la concesión, riesgo de competencia y todos aquellos aspectos que pueden provocar cambios en los ingresos y/o en los costos y gastos.
- Demanda y recaudación: tiene como propósito analizar los riesgos asociados al comportamiento futuro de la demanda y a la efectividad de la cobranza por los servicios prestados (en la medida que los flujos futuros dependan de dichas variables).

- Riesgos y mitigante de la etapa de construcción: metodología aplicada, en lo que corresponda, a empresas sin historia.
- Administración e institucionalidad: bajo este contexto se evalúa aspectos como gobiernos corporativos, capacidad de apoyo de la matriz, niveles y calidad de las eventuales regulaciones existentes, experiencia de operadores y transparencia de la información pública.
- Ratios financieros: básicamente asociados con liquidez, endeudamiento y rentabilidad.
- Sensibilizaciones: efectos sobre flujos por cambios en variables que afectan los ingresos y/o costos.

La evaluación practicada a las distintas empresas permitirá calificar su "Fortaleza Estructural" en siete niveles (Muy Alta, Alta, Media-Alta, Media, Media-Baja, Baja y Muy Baja).

### Endeudamiento relativo de referencia

El endeudamiento de referencia estará representado por el indicador de cobertura (IC) que se medirá como la relación entre el valor presente de los flujos netos proyectado para la concesionaria (FCNP), descontado a la tasa de interés de la deuda, y las obligaciones financieras (DF).

El FCNP<sup>1</sup> se determinará sobre la base de los flujos netos estimados más probables y sobre flujos sensibilizados, tendiéndose como horizonte de proyección el plazo máximo de la deuda y la estimación de vía útil de los activos. Con cada uno de los FCNP se determinará el IC.

La deuda financiera corresponderá a la deuda en el momento de la evaluación o a la máxima que se contempla tener una vez finalizado el proyecto, incluyendo, si fuere pertinente, las necesidades de capital de trabajo en la etapa operativa.

### Calificación de referencia

La calificación de referencia implicará la asignación de una categoría de riesgo inicial sobre la base de contrastar el indicador de cobertura y la fortaleza estructural del proyecto. Para acceder a una misma categoría de riesgo se aceptará un mayor endeudamiento en la medida que más elevadas sean las fortalezas estructurales de las empresas evaluadas.

No obstante, la calificación de referencia no constituye por sí misma la clasificación final del título de deuda, al margen que en algunos casos pudiere coincidir. La clasificación definitiva, necesariamente, incorporará el criterio profesional del Comité de Clasificación, único órgano responsable de la asignación de las categorías de riesgo.

---

<sup>1</sup> El FCNP se descuenta a la tasa de interés de la deuda por cuanto, desde el punto de vista de la clasificación de riesgo, interesa que los excedentes sean capaces de cumplir con el pago de las obligaciones, al margen que dicha rentabilidad sea insuficiente para los accionistas.

# Asignación de categoría de riesgo

La asignación de las categorías de riesgo será facultad del Comité de Clasificación, órgano conformado por a lo menos cinco profesionales y que será presidido por el socio principal o por el gerente general de la clasificadora.

## Análisis particulares complementarios

Junto con la descripción de los aspectos más relevantes de la operación evaluada, la calificación de sus fortalezas estructurales y la determinación de los "indicadores de cobertura **Humphreys**"; en cada comité se presentarán ratios, antecedentes o análisis asociados con las características particulares de la entidad objeto de evaluación, que permitan incorporar elementos de juicios que no hubiesen sido recogidos por los procedimientos metodológicos con mayor grado de estandarización o, en su defecto, se estimare que no reflejan adecuadamente su importancia como factor de riesgo o como atenuación de los mismos. Estos análisis podrán ser requeridos por el encargado del proceso de clasificación o por cualquier miembro del comité. Entre ellos, sin corresponder a un listado exhaustivo, se podrá tener:

- Perspectivas futuras de la economía y de la concesión.
- Valorización económica de activos y riesgos de obsolescencias.
- Estructura de pago de la deuda en relación con la oportunidad de los flujos esperados del proyecto.
- Calidad de los seguros incluidos en la etapa de ejecución del proyecto.
- Riesgo de incumplimiento de covenant.
- Contingencias.
- Sensibilizaciones Adicionales.
- Cualquier elemento no recogido en la evaluación estandarizada.
- Cualquier aspecto que la evaluación estandarizada incorpora, pero que no necesariamente refleja toda la importancia de dicho elemento en las fortalezas o riesgos de la empresa evaluada.

## Análisis complementario de pago de deuda

En los casos que el Comité de Clasificación lo decida, dada las características de la concesión, se proyectarán los flujos futuros de la entidad evaluada mediante un modelo dinámico que permita combinar distintos valores de las principales variables que afectan a sus ingresos y/o egresos.

Dado lo anterior, los análisis llevarán a determinar diferentes "índices de Cobertura" para distintos escenarios (combinación de variables) y con ello su distribución, la media y valores máximo y mínimo, entre otros.

Por "Índice de Cobertura" se entiende el indicador definido en 2.3.

## Análisis de las características del instrumento

El análisis de las características del instrumento incluirá tanto los resguardos que éste presente, como las garantías especiales asociadas a la emisión de bonos.

## Resguardos del Instrumento

Se entiende por resguardos (*covenants*) del bono 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 cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposiciones expresas del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

## Garantía del Instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como fianzas, prendas, hipotecas u otras modalidades similares, que tienen como objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento.

En el caso de garantías reales se dará especial atención al monto o valor estimado de la caución, a la probabilidad de pérdida de valor, a su independencia en relación con la capacidad de generación de flujos del emisor y al plazo de liquidación de las mismas.

En cuanto a las garantías personales, entre otros aspectos, se considerará la solvencia del garante (capacidad crediticia, clasificación de riesgo, etc.), otras deudas indirectas del aval, expectativa de vida de éste y cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de la garantía.

## Análisis de situaciones con pago exclusivo del Estado

Dentro de las sociedades concesionarias existe una alta probabilidad que los términos de la concesión impliquen pagos directos del Estado no asociados a eventos cambiante en el tiempo.

En estos casos, el análisis se centrará en los eventos que pudieren conllevar a una suspensión de los pagos estatales, suponiendo que dicha posibilidad fuere posible, y en el calce existente entre dichos flujos y los pagos establecidos para el servicio de la deuda.

## Asignación de la categoría de riesgo

La asignación de la categoría de riesgo de los instrumentos de oferta pública será facultad del Comité de Clasificación, el cual decidirá, en primera instancia, sobre la base de la evaluación estandarizada (2.4) o del análisis explicitado en 3.4. No obstante, podrá alterar la categoría de riesgo inicial si, a su juicio, los análisis particulares complementarios, el análisis complementario del pago de la deuda y/o el análisis de las características del instrumento, revelan debilidades o fortalezas del emisor que afectan negativa o positivamente el pago de la deuda.

Será facultad del comité asignar tanto la clasificación de instrumentos de deuda de largo plazo (bonos) como de corto plazo (efectos de comercio), teniendo en cuenta la siguiente correspondencia:

Categoría Instrumentos Largo Plazo	Categoría Instrumentos Corto Plazo
AAA	
AA+	Nivel 1+
AA	
AA-	Nivel 1 o Nivel 1+

A+	
A	
A-	Nivel 1 o Nivel 2
BBB+	Nivel 2
BBB	Nivel 2 o Nivel 3
BBB-	Nivel 3
Otras Categorías, distintas de E	Nivel 4
E	Nivel 5

Adicionalmente, al Comité de Clasificación tendrá la función de la asignación de la clasificación de Solvencia (o capacidad de pago de la sociedad concesionaria), para aquellas entidades que quieran evaluar su capacidad de pago general no asociada a ningún instrumento en particular. Este procedimiento será análogo al aplicado en la evaluación de bonos. Asimismo, el Comité asignará la clasificación de riesgo de los títulos accionarios, considerando la solvencia de la sociedad emisora, las características de liquidez del instrumento, en particular su presencia bursátil y, para instrumentos con bajo nivel de transacciones, la existencia o no de contratos con "Market Maker".

## Definición categorías de riesgo

### Títulos de deuda de largo plazo (y solvencia)<sup>2</sup>

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 significativamente ante cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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.

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.

BBB:

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital 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.

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 incurrir en retraso en el pago de intereses y del capital.

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 incurrir en pérdida de intereses y capital.

C:

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

---

<sup>2</sup> Si bien la definición está referida a instrumentos de oferta pública, la definición se hace extensiva a la Clasificación de Solvencia.

D:

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

E:

Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Las calificaciones de riesgo entre AA y B, inclusive, podrán ser identificadas con el su-fijo "+" o "-", según presente un riesgo relativo inferior o superior dentro de su respectiva categoría.

## 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, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N-3):

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.

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, 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.

La clasificación Nivel 1 (N-1) podrá distinguirse con el su-fijo "+" para identificar a aquellos instrumentos que gozan de mejor capacidad de pago relativa dentro de la categoría.

## Títulos accionarios

### Primera Clase Nivel 1:

Títulos accionarios con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Primera Clase Nivel 2:

Títulos accionarios con una muy buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Primera Clase Nivel 3:

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Primera Clase Nivel 4:

Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Segunda Clase:

Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Sin Información Suficiente:

Corresponde a aquellos títulos accionarios para los cuales no se dispone de información suficiente como para ser clasificados de acuerdo con los procedimientos de clasificación.

## Tendencias de clasificación

### Favorable:

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

### Estable:

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

### Desfavorable:

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver desmejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

En Observación:

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## Anexo

### Criterios de evaluación

#### Aspectos ESG

En todas las clasificaciones de riesgo anuales se deberán evaluar los avances que tiene cada entidad clasificada en materia de ESG, de acuerdo con los protocolos internos definidos por **Humphreys**, siendo los miembros del comité de clasificación los responsables de determinar si este tipo de materia implica un riesgo o una ventaja que amerite revisar la calificación de riesgo asignada.