

## Metodología

Clasificación de Riesgo Instrumentos de Oferta  
Pública

Corporaciones

2014

Actualización 29-02-2024

## Aspectos preliminares

### Alcance de sociedades corporativas (no financieras)

Se entiende por sociedades corporativas (no financieras) o corporaciones a aquellas entidades cuya actividad principal tiene como objeto la fabricación y/o intermediación de productos o la entrega de servicios no asociados con la actividad crediticia.

Para efectos del proceso de clasificación, se excluye dentro del concepto de corporaciones a bancos, empresas de leasing, sociedades de factoring, cooperativas de ahorro y crédito, compañías de seguros, sociedades concesionarias y, en general, a cualquier institución cuya actividad amerite un proceso de evaluación de riesgo no compatible con la presente metodología de evaluación.

### Alcance de empresas con historia

Se utiliza el término de empresas con historia para aquellas entidades que a partir de la información generada en los últimos años es factible estimar de forma razonable la capacidad de generación de flujos de sus activos. En general, salvo excepciones, se presumirá que una sociedad dispone de historia, si:

- Presenta cinco estados financieros anuales auditados, sin abstención de opinión o con salvedades de bajo impacto materia o susceptible de cuantificar.
- Presenta tres estados financieros anuales auditados, sin abstención de opinión ni salvedades (o estas son cuantificables y de bajo impacto material), y se inserta en una industria con alto grado de predictibilidad.
- Presenta dos estados financieros anuales auditados, sin abstención de opinión ni salvedades, se inserta en una industria con alto grado de predictibilidad y, además, se cuenta con antecedentes adicionales de adecuada confiabilidad para otros ejercicios.

### Proceso general

Bajo el supuesto que la información disponible para la sociedad evaluada es suficiente y confiable, el proceso de clasificación de una sociedad y de los valores de oferta pública que hubiese emitido, implicará contrastar las fortalezas estructurales del negocio con la capacidad y flexibilidad financiera del emisor 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. La capacidad y flexibilidad financiera de la compañía, nominada capacidad de respuesta financiera se evaluará en función de la deuda financiera de la compañía, su capacidad de generación de flujos en el largo plazo y otros factores que influyen en el acceso a las fuentes de financiamiento.

# Calificación de referencia inicial

## Conocimiento del negocio de la entidad evaluada

Como requisito previo para identificar las fortalezas (o debilidades) estructurales de una empresa o institución prestadora de un servicio determinado, se requiere conocer la actividad(es) específica(s) que ésta desarrolla y que la definen como una unidad independiente y distinta a otras entidades, incluso a aquellas que operan en el mismo rubro genérico.

El conocimiento del negocio de un emisor implica mucho más que saber la industria en la cual se desempeña. En efecto, dos entidades de un mismo sector no presentan, necesariamente, el mismo riesgo, ya que aspectos asociados a la matriz productiva, a su estrategia comercial, a la disponibilidad de recursos humanos y/o a su mix de productos, entre otros, son elementos que inciden respecto a su viabilidad de largo plazo.

Sólo al entender a cabalidad la operatividad y funcionalidad particular de una empresa se pueden distinguir los aspectos de mayor relevancia para su negocio 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 compañía se entiende la capacidad que ésta presenta para dar viabilidad a su modelo de negocio dentro de la industria en que participa o la actividad que desarrolla. Esta evaluación se lleva a cabo mediante un análisis diferenciado que agrupa a entidades de un mismo sector productivo o que presentan exposiciones de similar naturaleza.

Los aspectos centrales a considerar en la evaluación y los énfasis de cada uno de ellos, dependerán del negocio que desarrolla la sociedad sujeta a clasificación. Entre los elementos que podrían incluirse como relevantes, sin corresponder a un listado exhaustivo o que necesariamente deben estar presentes, se tienen:

- Producción: tipos y números de plantas utilizadas, ubicación de las mismas, necesidades de inversión y mantención futura, costos de producción o fabricación, riesgos de interrupción de la capacidad productiva y estabilidad de los procesos productivos, entre otros.
- Abastecimiento: características de los insumos más relevantes, grado de sustitución de proveedores, volatilidad del precio de las materias primas, mecanismos de compra y cualquier factor que puedan afectar la continuidad y/o costo del proceso productivo.
- Cartera de productos: diversidad de productos, segmentos a los que va dirigido, variabilidad de los precios, exposición a bienes sustitutos, posicionamiento en sus respectivos mercados, capacidad para traspasar incremento de costo a precios y toda otra variable que pudiese incidir en la venta de los bienes y/o servicios.
- Canales de distribución: diversidad de los canales de ventas, cobertura geográfica y dependencia a intermediarios externos, entre otros.

- Demanda: estacionalidad de la demanda, grado de sensibilidad a los ciclos económicos, dispersión geográfica, nivel de consolidación, perfil de los compradores, existencias de contratos a plazos, indexación de precios y otros aspectos relacionados.
- Ratios financieros: básicamente asociados con liquidez, endeudamiento y rentabilidad.
- Otros aspectos: gobierno corporativo, fortaleza de marcas, participación de mercado, tamaño del negocio, marco normativo y regulaciones, entorno de la industria, característica de la propiedad, exposición a variables de mercado.

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). Para la medición de las “Fortalezas Estructurales” se hará uso de sistemas de tabulación que recojan los factores y variables que afectan el modelo de negocio de la entidad evaluada. Cada sistema de tabulación, así como sus eventuales modificaciones, deberán ser aprobados por el Comité de Clasificación.

## Capacidad de respuesta financiera (CRF)

La Capacidad de Respuesta Financiera (o CFR) tiene como propósito medir la posición de cada empresa para responder al pago de su deuda, considerando su endeudamiento relativo y factores que podrían facilitar o dificultar su acceso a las fuentes de financiamiento.

Para efecto de la calificación de la CFR se tendrá en consideración:

- El endeudamiento relativo de la compañía, según lo definido más adelante (Indicador de Endeudamiento), en relación con la importancia relativa de los activos de largo plazo (activos no corrientes).
- La probabilidad de cambio o de ajuste al indicador de endeudamiento con el propósito de reflejar de mejor forma su objetivo (medir la relación entre deuda financiera y generación de flujos de largo plazo) o eliminar distorsiones que pudiesen generarse por cambios contables.
- Estructuración de las obligaciones financieras.
- Los efectos positivos o negativos externos como consecuencia del grupo en que se inserta la compañía evaluada.
- La existencia de activos que apoyen o faciliten el acceso a fuentes de financiamiento.

La Capacidad de Respuesta Financiera de cada empresa se calificará en cinco niveles que, de mayor a menor posición, se tipificará como: i) Sólida; ii) Elevada; iii) Adecuada; iv) Aceptable; y v) Débil.

## Indicador de Endeudamiento

El indicador de endeudamiento se medirá como la relación entre la deuda financiera (DF) y el flujo de caja de largo plazo (FCLP) de la empresa (indicador de endeudamiento **Humphreys**).

El FCLP<sup>1</sup> tiene como objetivo representar el flujo de caja que generaría la empresa antes del pago de dividendos, inversiones y amortización de capital, teniendo en consideración: i) nivel de activos de la

---

<sup>1</sup> El FCLP se puede interpretar como el resultado operacional, más depreciación y amortización, menos gastos financieros e impuestos. Sin embargo, no se trabaja con el resultado operacional de un año determinado, sino con uno teórico estimado en base al comportamiento pasado de la compañía evaluada. Los gastos financieros e impuestos tampoco corresponden a un ejercicio en particular, sino al que pagaría la empresa dado su endeudamiento y costo financiero vigente, a la tasa impositiva del momento y al resultado operacional teórico.

compañía a la fecha de evaluación; ii) gastos financieros dada la deuda financiera vigente; y iii) rentabilidad histórica de los activos, considerando las situaciones excepcionales que pudieron haberse presentado, la tendencia exhibida o los posibles cambios en la estructura de negocio. Adicionalmente se podrá incluir el efecto sobre los activos y/o los pasivos de los bonos inscritos (o en proceso de inscripción) y no colocados.

La deuda financiera corresponderá a la contemplada en los estados financieros de la empresa evaluada (últimos utilizados en el proceso de clasificación, incluyendo y excluyendo pasivos por arrendamiento) más la contemplada en la escritura de emisión de los bonos inscritos (o en proceso de inscripción) y no colocados, netos del porcentaje destinados a refinanciamiento de pasivos. También, se incluirán los nuevos créditos, tomados con posterioridad a los últimos estados financieros, cuando impliquen un cambio substancial en el nivel de pasivos.

En *holding* la generación del flujo de caja podrá ser aproximada sobre la base de los dividendos potenciales contrastado con la deuda individual de la matriz.

### Calificación de referencia

La calificación de referencia implicará la asignación de una categoría de riesgo inicial sobre la base de combinar la capacidad de respuesta financiera de la compañía y su fortaleza estructural. Entre más elevadas ambas, mayor categoría de riesgo asignada.

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.

## 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 empresa evaluada, la calificación de sus fortalezas estructurales y la determinación de la capacidad de respuesta financiera; 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:

- Sensibilización a la rentabilidad del negocio o alternativas.
- Perspectivas futuras de la economía, el sector y la empresa.
- Valorización económica de activos.
- Capacidad de apoyo de matriz.
- Posibles variaciones en fortalezas estructurales.
- Riesgo operativo (continuidad del negocio).
- Flexibilidad financiera y grado de acceso a financiamiento.
- Riesgo de incumplimientos de *covenants* (o de *cross default*) y posibles efectos.
- 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

Para aquellas empresas cuya actividad desarrollada sea intensiva en infraestructura, participen en negocios que requieran un análisis con perspectivas de más largo plazo, tengan un bajo riesgo operativo, generen flujos altamente predecibles y/o tienen una importancia relevante en su mercado relevante, se podrá incluir dentro del análisis el “Índice de Cobertura”.

Por “Índice de Cobertura” se entiende la relación entre el valor presente de los flujos esperados, descontados a la tasa de interés de la deuda, y el saldo insoluto de sus pasivos financieros.

El uso del “Índice de Cobertura” y los criterios para su aplicación, sólo podrán ser autorizados por el Comité de Clasificación, ya sea por iniciativa del propio comité o por recomendación del encargado del proceso de clasificación.

## 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.

### Garantías 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 excepcionales

Eventualmente existen empresas cuyo modelo de negocios presenta características tan particulares que difícilmente son susceptibles de someter a evaluaciones estandarizadas, y en muchos casos sus fortalezas o riesgos relevantes están determinados también por elementos específicos; entre las cuales se tiene:

- Empresas cuyos flujos están relacionados por un único contrato.
- Sociedades que son vehículos de inversión.
- Empresas que han estructurado su deuda en función de flujos que responden a situaciones particulares.

Bajo este contexto, que se entiende absolutamente excepcional, la clasificadora, sobre la base de lo dispuesto en "Conocimiento del negocio de la entidad evaluada", definirá parámetros y criterios de evaluación "*ad hoc*", teniendo en consideración:

- Presentar niveles de exigencias y rigurosidad equivalentes a los de un proceso normal.
- Siempre la evaluación estará centrada en los riesgos y variabilidad de los flujos esperados para el pago de la deuda.

La definición de situación excepcional será determinada y autorizada por el Comité de Clasificación, ya sea por iniciativa propia o por recomendación del encargado del proceso de evaluación.

## 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 ("Calificación de referencia") o de los análisis de situaciones excepcionales. 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:

<b>Categoría Instrumentos Largo Plazo</b>	<b>Categoría Instrumentos Corto Plazo</b>
AAA AA+ AA	Nivel 1+
AA- A+	Nivel 1 o Nivel 1+
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 empresa), 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 incurrirse 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 incurrirse 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 1

## Criterios de evaluación

### Instrumentos híbridos de empresas corporativas

#### Definición de bonos híbridos

Se entiende por bonos híbridos aquellos instrumentos que presentan particularidades asimilables a un título de deuda combinados con características más propias de los títulos accionarios. Este tipo de valores están subordinados a las obligaciones corrientes de un emisor; por tanto, por su propia naturaleza los bonos híbridos son comparativamente de mayor riesgo, cualidad que debe quedar plasmada en las categorías de riesgo asignadas. Simplificando, un título híbrido presenta una flexibilidad superior a una deuda ordinaria, pero es más inflexible que los títulos de capital.

La mayor o menor flexibilidad de un bono híbrido dependerá de los términos definidos en la respectiva escritura de emisión o documento equivalente; tales condiciones determinarán el porcentaje de la emisión que puede ser calificada como deuda y la proporción con mayor afinidad al capital. En general, este tipo de instrumentos exhibe las características que se presentan en la Tabla 1.

#### Principales Características

- Suelen ser emitidos a largo plazo.
- Pueden ser emitidos a perpetuidad.
- Pueden establecer que bajo circunstancias preestablecidas se difiera el pago por la amortización.
- Tienden a entregar mayor libertad para la amortización anticipada.
- Suelen pagar intereses en forma permanente.
- Dan la posibilidad de capitalizar intereses.
- Posibilidad de castigar el saldo insoluto de la deuda.
- Posibilidad de ser convertibles en acciones.

Tabla 1: Características bonos híbridos

#### Proceso de evaluación bonos híbridos

Se entiende que el proceso de clasificación de bonos híbridos se enmarca en los mismos estándares de calidad de las evaluaciones efectuadas por **Humphreys** a otro tipo de valores; por tanto, se mantienen todas las exigencias en cuanto almacenamiento de información, mecanismo de control y formalidades para efectuar comités, elaborar informes y comunicar categorías de riesgo. El equipo a cargo de la calificación de un bono híbrido específico será al que le correspondiese la evaluación del bono ordinario según las características del emisor.

A continuación, se describen los criterios generales aplicados por **Humphreys** para la clasificación de bonos híbridos, los cuales deben ser siempre complementados por los manuales más específicos.

#### 1.-Asignación Deuda-Capital

Previo a cualquier calificación se debe determinar en qué proporción el bono híbrido puede ser

considerado como deuda y en qué proporción como capital, lo cual dependerá de la estructuración contemplada en la emisión del bono.

Obviamente, no se puede confeccionar una métrica que, de un valor exacto a la distribución entre deuda y capital, por lo tanto, deberá recurrirse al juicio profesional para asignar porcentajes (en términos gruesos). Para ello, se deberá atender múltiples factores, tales como grados de subordinación, postergación de pagos, planes de amortización, convertibilidad, opción de recompra, severidad de *covenant* y pago de Intereses, tal como se visualiza en la Tabla 2.

<b>Factor</b>	<b>Mayor Importancia Deuda</b>	<b>Mayor Importancia Capital</b>
Grados de subordinación	Muy débil	Absoluta
Postergar pagos	Imposibilitado	Total flexibilidad
Plan de amortización	Anterior a bonos corrientes	Pos bonos corrientes o perpetuo
Convertibilidad en acciones	No	Si y altamente probable
Opción de recompra 1	Sí y antes de 5 años	No existe
Opción de recompra 2	Fácil de ejecutar	Casi imposible de ejecutar
Severidad de los <i>covenant</i>	Alta pbb. de declarar incumplimiento	Baja pbb. de declarar incumplimiento
Pago de intereses	No se pueden diferir o capitalizar	Diferibles y capitalizable

*Tabla 2: Factores para la asignación deuda capital*

La asignación del componente de deuda (porcentaje asignado) se considera para efecto de la evaluación de los bonos corrientes.

## **2.-Calificación de la deuda ordinaria**

La calificación de la deuda ordinaria se lleva a cabo bajo los parámetros habituales para este tipo de instrumentos, pero incluyendo el porcentaje del bono híbrido con característica más asimilable a un título de deuda común.

La categoría de riesgo asignada a la deuda corriente sirve como referencia para la clasificación de los bonos híbridos, por cuanto estos últimos, por su carácter de subordinados, son calificados con una nota inferior.

## **3.-Definición de requisitos para absorción de pérdidas**

La definición de los requisitos para la absorción de pérdida debe estar especificada en la escritura de emisión del bono o documento equivalente.

Se estimará como más favorable, para efectos de la clasificación, cuando los requisitos especificados para gatillar los eventos de absorción estén adecuadamente estipulados, son razonables en el sentido que están asociados a situaciones no recurrentes y no están sujetos sólo a la discrecionalidad del emisor.

Por el contrario, se asumirá menos favorables requisitos que se cumplan fácilmente, sin implicar una efectiva necesidad de la aplicación de los mecanismos de absorción de pérdidas, y, además, son susceptibles de ser interpretados libremente por el emisor.

Se debe entender que en los hechos las formulaciones y disposiciones de los contratos de emisión, y de los gatilladores de absorción de pérdidas en particular, son definiciones que abarcan diversas materias y, por lo tanto, contienen distintos preceptos que deben ser analizados en su conjunto para poder determinar si, para efectos de la clasificación del bono híbrido, pueden ser interpretadas como favorables o desfavorables y, a la vez, determinar en qué grado lo son (muy favorables, medianamente favorables, neutras, etc.).

Por ello, para poder dar una calificación en esta etapa, es importante el juicio profesional para así encasillar la operación dentro de categorías predefinidas.

#### 4.-Impacto de absorción de pérdidas

Los mecanismos de absorción de pérdidas pueden ser, en distintos grados, beneficiosos o perjudiciales para los bonistas. Se entiende que este tipo de acciones es beneficiosa cuando está orientada fuertemente a evitar que el tenedor de bonos sufra pérdidas o, en su defecto, a atenuar la posibilidad de que tenga que aceptar cambios drásticos en la estructura de pago del bono híbrido.

Por el contrario, se entenderá el impacto como perjudicial si los mecanismos establecidos tienen un alto riesgo que impliquen pérdidas para los inversionistas, ya sea, por ejemplo, por reducciones del saldo insoluto de la deuda o conversión en acciones bajo condiciones desventajosas. También se considerará perjudicial aquellos gatilladores que conllevan a una modificación sustancial en los términos del bono híbrido, ya sea en la tasa de interés como en la tabla de amortización de la deuda.

#### 5.-Calificación de riesgo bono híbrido

La clasificación del bono híbrido corresponderá a uno o dos *notches* menos en relación con la categoría de riesgo asignada a los pasivos corrientes.

Entre más desfavorable se califique la “definición de requisitos para absorción de pérdidas” y más perjudicial el “impacto de absorción de pérdidas”, se tenderá a que la categoría del bono híbrido sea dos *notches* inferior a la calificación de los títulos de deuda corrientes.

##### Resumen Etapas Evaluación

- Asignación deuda-capital del bono híbrido.
- Calificación de la deuda ordinaria.
- Definición de requisitos para absorción de pérdidas.
- Impacto de absorción de pérdidas.
- Calificación de riesgo bono híbrido.

Tabla 3: Elementos considerados en el proceso de evaluación de bonos híbridos

## Anexo 2

### 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.