

Metodología

Clasificación de Riesgo Instrumentos de Oferta
Pública

Empresas Corporativas (No Financieras) Sin Historia

2014

Actualización 29-02-2024

Aspectos preliminares

Alcance de sociedades sin historia

Se entiende por sociedades sin historia a aquellas en que no es posible determinar su capacidad de generación de flujos a partir de sus estados financieros o, en su defecto, porque no disponen de estados financieros auditados.

Eventualmente, podrán incluirse bajo esta modalidad entidades que históricamente respondieron a la definición de empresas con historia, pero a la fecha de evaluación participan en proyectos cuya envergadura y características permiten presumir que una vez concluidos implicarán un cambio substancial en la estructura de negocios.

La aplicación de esta metodología, bajo ningún aspecto o circunstancia, permitirá soslayar que las empresas categorizadas como sociedades sin historia presentan, en distinta medida, los riesgos propios de un proyecto, situación que debe ser reflejada en las categorías de riesgos.

Elegibilidad de sociedad sin historia

La aplicación de la metodología no será extensible a todas las empresas que califiquen como sin historia; requisito básico para su uso será la existencia de antecedentes confiables que permitan medir razonablemente el riesgo del negocio y la capacidad de pago de la empresa evaluada (en contrario, corresponderá clasificar en "Categoría E").

La clasificadora será la encargada de apreciar la validez y representatividad de los antecedentes disponibles para la evaluación, teniendo en cuenta, según sea el caso, la independencia y experiencia de los generadores de la información, la posibilidad de contrastar los datos entregados, la complejidad de los proyectos a ejecutar y, en general, todos aquellos aspectos que se tienen en consideración en las decisiones de inversión.

Proceso general

El proceso de clasificación de una sociedad sin historia y de los valores de oferta pública que hubiese emitido, implicará contrastar las fortalezas estructurales del proyecto o negocio con el nivel de endeudamiento relativo 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 predictibilidad y grado de seguridad de los flujos futuros del proyecto o negocio, siempre en un horizonte de tiempo determinado por la vigencia de los pasivos. El endeudamiento relativo se determinará en función de la deuda financiera de la compañía y los flujos esperados en el largo plazo.

Calificación de referencia inicial

Conocimiento de las características del proyecto (negocio) evaluado

Como requisito previo para identificar las fortalezas (o debilidades) estructurales de un proyecto o negocio (sin historia) es entender la forma en que éste será llevado a cabo, tanto en su etapa de construcción (o formulación) como de operación; poniendo énfasis en todos aquellos factores que permiten eliminar, traspasar o amortiguar los riesgos de volatilidad, entendiendo por éstos los efectos negativos de las posibles desviaciones del desarrollo real de la iniciativa y la previamente presupuestada.

El análisis de la clasificadora no se limita a reconocer el mayor riesgo de los proyectos en relación con una empresa consolidada en el mercado, ni sólo a señalar que existen riesgo de sobre costo y sobre plazo; lo relevante es identificar, dentro de esa realidad común, los mecanismos o circunstancias diferenciadoras existentes, internas y externas, primero en el proceso de inversión y, en segundo lugar, en la etapa de operación.

Dentro de este tipo de evaluación, además de validar la probabilidad que un proyecto pueda ser ejecutado dentro de los plazos previstos y con niveles de inversión acordes con lo planificado, se requiere determinar, también, la variabilidad esperada para los márgenes del negocio cuando esté en su etapa operativa.

Determinación de la fortaleza estructural

Por fortaleza estructural de un proyecto o negocio sin historia se entiende la mayor o menor probabilidad que el desarrollo del mismo, tanto en su ejecución como en su operación, se desvíe en relación con lo inicialmente presupuestado, teniendo en cuenta la forma en que ha sido estructurado y las características de las principales variables que determinarán su desempeño futuro.

Entre los elementos que podrían incluirse como relevantes para efecto de la evaluación, sin corresponder a un listado exhaustivo o que necesariamente deben estar siempre presentes¹, se tienen:

- Estructura del proyecto: forma de ejecutarse en la práctica y de mitigar los riesgos de sobre costo y de sobre plazo, incorporando, entre otros, necesidad de aprobaciones medio ambientales, presencia o ausencia de estudios independientes, características de proveedores, términos contractuales con contratistas, la aceptación dentro de la comunidad y la complejidad de las obras o acciones involucradas.
- Ejecución del proyecto: riesgos asociados a la interrupción del proyecto, observando, entre otros aspectos, grado de avance de las obras, experiencia de los contratistas, solvencia de éstos, tipo de tecnología a implementar y alcance de las inspecciones técnicas.
- Racionalidad del proyecto: bajo este contexto se pretende medir los riesgos en la etapa operativa, por ello se tendrán atención a las características del mercado en donde operara la empresa o del área de su influencia, para ello se analizará, entre otros factores, el tipo y característica de la demanda, la volatilidad esperada de los precios, las posibilidades de crecimiento de la oferta, la

¹ Ya que dentro de esta categoría pueden incluirse, entre otros, empresas con un año de historia, proyecto recién finalizados y obras en construcción.

variabilidad de los costos y la relevancia para la comunidad social o económica de los servicios ofrecidos.

- Competitividad del proyecto: se evaluará cual es la probabilidad que el negocio enfrente competencia y la rigurosidad de la misma, analizando aspectos como estructura del mercado (monopolio, oligopolio o competencia), ventajas o desventajas en relación a competencia directa o indirecta, grado de inserción dentro de procesos económicos, contratos de abastecimientos suscritos y complejidad de la operación.
- Ratios financieros: básicamente asociados a medir la rentabilidad económica del proyecto, su liquidez y su nivel de endeudamiento.
- Patrocinadores y operadores: tiene como objetivo evaluar si la experiencia, interés y capacidad de los patrocinadores del proyectos y de los que se encargaran de su operación constituyen un elemento, favorable, neutro o desfavorable desde el punto de vista del riesgo.
- Términos y estructura financiera: su objetivo es analizar si la operación financiera tiene contemplado elementos destinados a controlar el uso de los fondos y la liquidez de la empresa.

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).

Indicador de cobertura de referencia

El indicador de 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 del proyecto (FCNP), descontado a la tasa de interés de la deuda, y las obligaciones financieras (DF).

El FCNP² se determinará sobre la base de los flujos netos estimados más probables y sobre flujos sensibilizados, considerando 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 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.

² 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 estime 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, el sector y la empresa.
- Valorización económica de activos y riesgos de obsolescencias.
- Efectos de un *default* de la entidad evaluada sobre la matriz.
- Estructura de pago de la deuda en relación con los flujos conservadores del proyecto.
- Calidad de los seguros incluidos en la etapa de ejecución del proyecto.
- Contingencias.
- 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 del proyecto o del negocio sin información, se proyectaran 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 "Índice de Cobertura" para distintos escenarios (combinación de variables) y con ello su distribución, la media y valores máximo y mínimo, entre otros. También, si así lo solicitare el Comité de Clasificación, podrá calcularse la probabilidad de default de la deuda y la pérdida esperada para los acreedores, ello dentro de los supuestos utilizados para el análisis dinámico.

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.

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.

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 sobre la base de los análisis efectuados en conformidad con los procedimientos planteados en este manual.

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

Adicionalmente, el 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)³

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.

³ 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.