

Metodología de Clasificación

Metodología General de
Clasificación de Empresas



Metodología General de Clasificación de Empresas

TABLA DE CONTENIDOS

Introducción a las Metodologías de ICR	3
Definición de Categorías de Riesgo de Solvencia y Bonos de Empresas	5
Metodología General de Clasificación de Empresas: Análisis Previo	8
Metodología General de Clasificación de Empresas: Procedimientos Normales de Clasificación de Bonos	9
Determinación de la Clasificación Final	17

Introducción a las Metodologías de ICR

- ICR publica sus metodologías de clasificación de riesgo con la finalidad de entregar, a emisores e inversionistas, mayor información acerca de los fundamentos detrás de las opiniones de rating.
- En términos generales, las clasificaciones de riesgo son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor, un instrumento financiero o una obligación. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de un emisor, de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal, intereses, obligaciones con asegurados), con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida. En el momento de clasificar una nueva línea, ya sea de bonos o de efectos de comercio, se evalúa el objetivo de la emisión, y se analizan los indicadores financieros de acuerdo a estos objetivos.
- Las metodologías de clasificación de riesgo de ICR consideran el riesgo del negocio y financiero – tanto histórico como esperado – así como también características específicas de la industria y la posición de la compañía dentro de ésta, factores subjetivos y consideraciones intangibles. Nuestro enfoque incorpora una combinación tanto de factores cuantitativos como cualitativos.
- Las variables descritas en las metodologías de clasificación de riesgo de ICR tratan de considerar la mayor cantidad de escenarios posibles. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el emisor. En algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del emisor en otras áreas.
- ICR opera bajo una filosofía de clasificaciones de riesgo estables; en otras palabras, ICR busca incorporar en sus clasificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de rating a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones del rating cuando cambios estructurales – positivos o negativos – ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano.
- Adicionalmente, ICR publica una serie de criterios de rating, los cuales son parte importante del proceso de clasificación de riesgo. Estos criterios generalmente cubren tópicos que son aplicables a más de una industria. Tanto las metodologías como los criterios se encuentran disponibles en el sitio web de ICR.

A continuación se describe la metodología de clasificación de riesgo de bonos y líneas de bonos emitidos por empresas no financieras. Para este efecto, se entenderá por bonos a los valores de oferta pública representativos de deuda en los que el período comprendido entre la fecha de emisión nominal y la fecha de vencimiento del instrumento sea superior a un año.

La presente metodología se compone de dos partes:

La primera, denominada, **Análisis Previo**, consiste en determinar si la empresa emisora cuenta con información representativa y suficiente para ser utilizada como insumo para la clasificación.

La segunda, denominada **Procedimientos Normales de Clasificación** se aplica a aquellos emisores que superaron el Análisis Previo. Esta parte se divide a su vez en tres etapas que permiten determinar la clasificación final: **(1) clasificación de riesgo de la industria, (2) clasificación de riesgo del emisor, y (3) clasificación de riesgo del instrumento.**

La clasificación final será otorgada por el Consejo de Clasificación en función de una ponderación de las tres etapas que componen los Procedimientos Normales de Clasificación, ponderación que será relativa a cada industria y cada emisor en particular.

En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia. La forma de ponderar será la siguiente: se utiliza el riesgo del negocio como rating base, y se modifica la solvencia en base al riesgo financiero de la compañía. En caso que el riesgo financiero sea muy alto y explique gran parte del rating asignado, esto será detallado en la reseña. Por último, en caso de existir garantías o resguardos, se explicará cómo estas influyen en la clasificación final del instrumento.

Definición de Categorías de Riesgo de Solvencia y Bonos de Empresas

En atención al mayor o menor riesgo que presenten los bonos emitidos por empresa, las categorías asignadas tendrán la siguiente definición:

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 muy 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 retrasos 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 retrasos en el pago de intereses y el capital.

CATEGORÍA 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.

CATEGORÍA 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 del pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

CATEGORÍA E

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

Sub-Categorías de la clasificación

El Consejo de Clasificación podrá asignar una sub-categoría, indicativa de una mayor o menor protección dentro de la categoría de clasificación. Estas serán designadas con el signo “+” a aquellas con mayor protección y con el signo “-” a aquellas con menor protección dentro de una misma categoría.

Indicador de Tendencia

Asimismo, el Consejo determinará para cada clasificación, un indicador de tendencia. Este indicador de tendencia será:

- Tendencia “Positiva”
- Tendencia “Estable”
- Tendencia “Negativa”

- Tendencia “En Observación”

Así, la tendencia de la clasificación es un indicativo de la opinión de la Clasificadora respecto del comportamiento de ciertos indicadores que podrían hacer variar la categoría o subcategoría asignada.

El proceso de clasificación de riesgo es continuo, y está sujeto a la aparición de nueva información. En el caso de categorías de clasificación, no existe un horizonte de tiempo definido, entendiéndose que la clasificación asignada corresponde a un monitoreo continuo del emisor bajo análisis.

En el caso de la asignación de tendencia (Positiva, Negativa o En Observación), se busca que por regla general ésta no sobrepase los doce meses, pudiendo el Consejo de Clasificación extender este período de tiempo. En el caso de tendencia Estable, tendrá un horizonte de tiempo indefinido.

Metodología General de Clasificación de Empresas: Análisis Previo

En forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de clasificación, descritos más adelante, la Clasificadora deberá verificar si el emisor presenta información representativa y suficiente.

Sólo si ambas condiciones se cumplieran, dichos procedimientos serán aplicados. En su defecto, la Clasificadora automáticamente asignará una clasificación en Categoría E.

Se entenderá por información representativa a aquella que permita inferir razonablemente la situación financiera del emisor.

La información a solicitar será como mínimo, los estados financieros auditados por auditores externos e independientes, de la empresa evaluada, para al menos los últimos tres años.

Para los holdings financieros, se podría solicitar los estados financieros individuales para el mismo horizonte de tiempo.

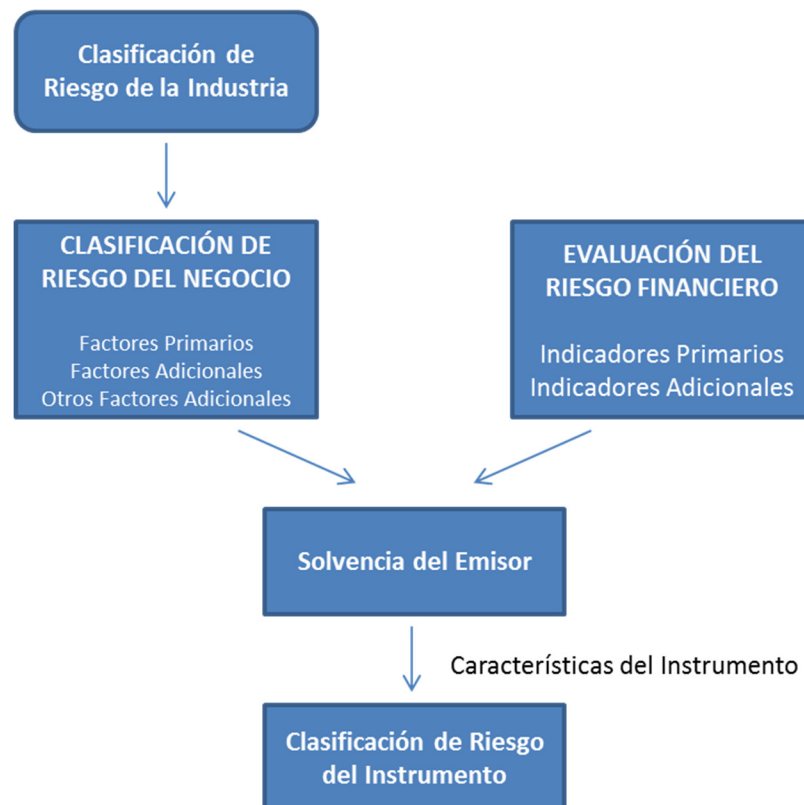
La información no será considerada como suficiente si, siendo representativa, impide concluir en forma clara respecto de una clasificación. Ello acontecerá si la empresa no cuenta con estados financieros auditados o teniendo estados financieros auditados, existen notas que indiquen que estos no son confiables o tienen salvedades de importancia para considerarlos suficientes para obtener una evaluación adecuada.

Si en vista de aplicar el análisis previo, un instrumento es clasificado en Categoría E, el Consejo de Clasificación de ICR podrá modificar su clasificación si estima que las garantías propias del instrumento son suficientes de acuerdo a lo definido en los documentos **Criterio: Garantías y Otras Formas de Apoyo Explícito** y **Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales**, disponibles en www.icrchile.cl.

Metodología General de Clasificación de Empresas: Procedimientos Normales de Clasificación de Bonos

Las compañías que no hubiesen sido clasificadas en forma definitiva de acuerdo a lo descrito en el análisis previo, se someterán a los procedimientos que a continuación se señalan:

La clasificación de riesgo de bonos comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento. Esta última combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión. La figura a continuación muestra cómo se lleva a cabo el proceso.



1.- CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE LA INDUSTRIA

ICR determina la clasificación de riesgo de la industria, considerando entre otros factores: (1) rentabilidad y flujo de caja; (2) ambiente competitivo; (3) estabilidad; (4) regulación; y (5) otros factores.

A partir de la metodología general de empresas se han creado diferentes metodologías específicas atinentes a distintas industrias. En el caso de estas metodologías específicas, la evaluación del riesgo de la industria sirve como input para la creación de una matriz de riesgo, que permitirá evaluar el riesgo del negocio del emisor. Cabe señalar que aquellas compañías que no cuenten con una metodología específica, serán evaluadas utilizando la metodología general de empresas.

En el caso de industrias con una baja CRI, la clasificación de riesgo de la industria puede actuar como un techo en la solvencia, restringiendo el rating de una compañía. La evaluación de estas variables determina el rango de la escala utilizada.

1.1.- Rentabilidad y Flujos de Caja

- Características y amplitud de líneas de negocios, diferenciación y tipo de bien (commodity versus producto de marca o especialidad).
- Existencia de economías de escala.
- Grado de concentración de proveedores y/o clientes.
- Disponibilidad y grado de sustitución de materias primas para la producción.
- Condiciones del mercado laboral.
- Potencial de crecimiento orgánico de la industria.
- Fase de desarrollo de la industria.
- Identificación del ciclo de la industria.
- Sensibilidad de la industria a costos relevantes tales como energía y transporte.
- Intensidad de costos fijos / variables y capacidad de control de costos en escenarios adversos.
- Eficiencia en proceso de producción.

1.2.- Ambiente Competitivo

- Existencia de barreras de entrada a la industria.
- Organización de la industria: grado de atomización de oferentes.

- Identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de productos o servicios, comercialización, imagen, etc.)
- Diversidad tecnológica.
- Características regionales de los mercados que atiende la industria (mercado local, extranjero, sectores específicos, etc.)
- Grado de requerimientos de inversión para mantener posiciones de mercado.

1.3.- Estabilidad de la Industria

- Sensibilidad de ventas y ganancias de la industria al ciclo económico y volatilidad en períodos recesivos.
- Existencia de estacionalidad en ventas que pueda crear variabilidad en capital de trabajo y períodos de menor liquidez.
- Capacidad total de la industria en comparación con la demanda.
- Necesidad de acumulación de inventarios durante el ciclo de la industria.
- Características de equilibrios de precios y cantidades.

1.4.- Regulación

- Existencia de regulaciones ambientales, sanitarias o semejantes.
- Rol de entidades reguladoras como facilitadoras de competencia.
- Existencia de tarifas u otros mecanismos de regulación de precios o de rentabilidades.
- Concesiones públicas.
- Estabilidad en la regulación.
- Grado de injerencia de la regulación en la rentabilidad y organización de la industria.

El análisis de una industria determinada permite conocer los principales factores que afectan el riesgo de ésta. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación de riesgo, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero.

2.- CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE LA SOLVENCIA DEL EMISOR

2.1.- Clasificación de Riesgo del Negocio

La clasificación de riesgo del negocio considera un análisis de la posición relativa de la empresa en la industria a la que pertenece, la eficiencia relativa de la compañía en la producción de bienes y servicios, así como también un análisis por separado de los riesgos inherentes a sus distintas líneas de negocio, de ser requerido.

La clasificación de riesgo de la industria constituye un antecedente preliminar para la clasificación de riesgo del negocio. En general, una empresa “promedio” debería tener una clasificación de riesgo del negocio similar a la clasificación de riesgo asignada a la industria.

La clasificación de riesgo del emisor depende en un mayor grado de la clasificación de riesgo asignada al negocio, y se determina combinando este análisis, con la clasificación de riesgo financiero, que será explicada más adelante.

Las características a ser evaluadas en el análisis del riesgo del negocio difieren entre industrias y compañías. No obstante, existen ciertos factores en común que son evaluados, a saber:

- Participación y/o poder de mercado.
- Diversificación regional.
- Diversificación de productos o servicios.
- Escala.
- Características de contratos con proveedores y clientes.
- Planes de inversiones y requerimientos mínimos de Capex para mantener el negocio en funcionamiento.
- Estrategias de crecimiento.
- Exposición a riesgos ambientales.
- Competitividad en costos y capacidad de control de los mismos.
- Fortaleza de marca.
- Tecnologías de producción.

Estos factores en común podrán corresponder a factores primarios o secundarios, dependiendo de la industria que se esté analizando.

Se analizan, entre otros aspectos, las características de la administración tales como preparación profesional de los principales ejecutivos para la toma de decisiones y capacidad de enfrentar los desafíos del negocio.

Dentro de los aspectos clave de evaluación, destacan:

Directorio

- Independencia, controles internos, dirección estratégica y supervisión.
- Existencia documentada y formalizada de políticas, y aprobación explícita por parte del Directorio.
- Otros aspectos.

Principales Ejecutivos

- Experiencia, integridad, reputación y ética, compromiso, interés, idoneidad y rigor en las prácticas, cultura y grado de alineamiento con los intereses de los accionistas.
- Efectividad en la implementación de estrategias y en manejo de riesgos, en concordancia con lo dispuesto por el Directorio.
- Otros antecedentes.

Auditoría

- Calidad e independencia del Comité de Auditoría (u órgano similar), de auditores internos y externos, eficiencia en el proceso de auditoría y de examen de debilidades materiales.
- Grado de suficiencia en la labor de auditores, en cuanto a la provisión oportuna, informativa y verídica de estados financieros.

Manejo de Riesgo

- Presencia de políticas de gestión de riesgo a nivel de Gobierno Corporativo, por ejemplo existencia de comités de riesgo, funciones centralizadas de administración de riesgo, etc.
- Las políticas de gestión de riesgo deben apuntar a la identificación y control de riesgos financieros, operacionales, legales y reputacionales.

Otros Aspectos

- Estructura de propiedad: Composición del capital accionario, comportamiento de los propietarios, historial de inversiones, etc.

Asuntos regulatorios y legales: Relaciones con entidades reguladoras y naturaleza de aspectos regulatorios de relevancia, contingencias legales.

2.2.- Clasificación de Riesgo Financiero

La clasificación de riesgo financiero analiza el desempeño en el tiempo y comparativo con otras empresas de la competencia, para distintos indicadores financieros relacionados con resultados y flujos de caja, estructura financiera y cobertu

ra. Asimismo, analiza la disponibilidad de financiamiento por parte de los accionistas y entidades bancarias, que permitan otorgar flexibilidad financiera a las empresas en evaluación.

Adicionalmente, la Clasificadora analiza las proyecciones de resultados, balances e indicadores financieros, así como el desempeño de los ratios bajo distintos escenarios mediante la sensibilización de variables relevantes, tales como precios, costos, cantidades producidas, disponibilidades de insumos, niveles de demanda, etc.

Resultados y Flujos de Caja

- Evolución de ingresos.
- Margen Bruto.
- Ebitda y Margen Ebitda.
- Capex y Capex sobre Ingresos.
- Ebitda - Capex.
- Flujo de Caja Libre.
- Rentabilidad de activos.
- Rentabilidad de patrimonio.
- Otros.

Estructura y Flexibilidad Financiera

- Endeudamiento y Endeudamiento Financiero.
- Liquidez y Razón Ácida.
- Disponibilidad y características de líneas de crédito con entidades financieras.
- Acceso al mercado de capitales.
- Historial de aportes de capital de controladores.
- Historial de operaciones exitosas de refinanciamiento.

Cobertura

- Ebitda / Gastos Financieros Netos.
- Deuda Financiera Neta / Ebitda.
- (Ebitda-Capex) / Gastos Financieros Netos.
- Deuda Financiera Neta / (Ebitda-Capex).
- Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda.

3.- CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO

Una vez determinada la capacidad de pago del emisor, corresponde asignar la clasificación de riesgo del instrumento. Normalmente, la clasificación de riesgo del instrumento corresponde a la clasificación de solvencia del emisor, pudiendo ésta variar en función de la existencia de garantías o de restricciones contenidas en los contratos de emisión que a juicio de la Clasificadora constituyan protecciones que efectivamente mejoren las condiciones de pago.

Se entiende por resguardos del instrumento a aquellas cláusulas del contrato de emisión del mismo, 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 cumplir determinadas condiciones en sus negocios para evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad del pago de la deuda.

Dependiendo de las características de la sociedad, del giro de sus negocios o de su administración y propiedad, serán diferentes los resguardos que la Clasificadora considerará como más relevantes. Los resguardos serán suficientes si, a juicio de ICR, constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos. En todo caso, la Clasificadora deberá calificar la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, examinando, entre otros, aquellos que:

- Obligan al emisor a no superar ciertos niveles de endeudamiento.
- Comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados, o en su defecto, le prohíben caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales, al menos proporcionalmente equivalentes a favor de los tenedores de bonos. Este resguardo será exigible en el caso que la emisión que se clasifique no dispusiere de garantías suficientes.
- Establecen que el pago del capital no amortizado e intereses devengados, se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagare oportunamente alguna obligación importante, o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos. Para estos efectos, se considerará que una obligación es importante si representa más de un 3% de los activos totales individuales del emisor.
- Aseguran que se podrá exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordare la reducción del plazo de duración de la sociedad y éste fuere menor que el plazo faltante para el vencimiento de los bonos; o si se produjere la disolución anticipada de la sociedad.
- Establecen los procedimientos a seguir en caso de fusión, transformación o división de la sociedad emisora, o cuando la sociedad hiciere aportes a sociedades, que afectaren en forma significativa la estructura de activos del emisor.
- Obligan al emisor a mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales. El emisor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de esta condición por parte de sus filiales.
- Establecen restricciones respecto de inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor. El deudor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de estas restricciones por parte de sus filiales.

Determinación de la Clasificación Final

En la clasificación final se debe tomar como antecedente la categoría asignada en la clasificación preliminar del emisor, que deriva de la clasificación de la industria, del riesgo del negocio y del riesgo financiero; con el objeto de modificar o mantener la clasificación del instrumento.

Para tales efectos, se verificará si el instrumento cuenta con garantías suficientes, en cuyo caso la clasificación podrá ser distinta a la clasificación de solvencia. El impacto de las garantías en la clasificación final, dependerá del tipo de garantía, de la calidad de ésta, y del efecto que genere en el pago de las obligaciones que se están analizando. Por ejemplo, una garantía estatal puede significar que un instrumento de un emisor con una baja clasificación de riesgo, alcance un rating en Categoría AAA.

En el caso de los resguardos, de considerarse suficientes, la clasificación se mantendrá. De considerarse insuficientes, la clasificación puede reducirse. Adicionalmente, la clasificadora podrá mejorar la clasificación en el caso de existir resguardos considerados como excepcionales.