

# Metodología de Clasificación

**TÍTULOS ACCIONARIOS  
DE SOCIEDADES  
ANÓNIMAS**

## Introducción

A continuación se describe la clasificación de riesgo asignada a los títulos accionarios emitidos por sociedades anónimas.

La metodología de clasificación de títulos accionarios emitidos por sociedades anónimas se compone de dos partes.

La primera, denominada **Análisis Previo**, consiste en determinar si la empresa emisora cuenta con información representativa y si esta es suficiente para proceder a su utilización

La segunda, denominada **Procedimientos Normales de Clasificación** se aplica a aquellas sociedades que superaron el análisis previo. Esta a su vez se divide en la **Clasificación Preliminar de la Capacidad de Pago**; las **Características Propias del instrumento analizado** y la **Determinación de la Clasificación Final**

Esta será otorgada por el Consejo de Clasificación en función de las evaluaciones parciales realizadas a cada uno de los aspectos antes señalados y que se detallan a continuación

## METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

### Definición de Categorías de Riesgo de Títulos Accionarios de Sociedades Anónimas

Las categorías asignadas tendrán la siguiente definición:

**Primera Clase Nivel 1:** Títulos accionarios con la mejor combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 2:** Títulos accionarios con una muy buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 3:** Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 4:** Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Segunda Clase:** Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Sin Información Suficiente:** Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

**ANALISIS 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 asignará automáticamente una clasificación en **categoría E**.

Se entenderá por información representativa aquella, que permite 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 a ser evaluada, para los últimos tres años y las FECUS trimestrales presentadas durante el período de esos tres años.

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 de la empresa a evaluar.

Si en vista de aplicar el análisis previo, un instrumento es clasificado en **categoría E**, el Consejo de Clasificación de la clasificadora podrá modificar su clasificación si estima que las garantías propias del instrumento son suficientes de acuerdo a lo definido más adelante en esta metodología.

**PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CLASIFICACION DE SOLVENCIA**

Los Títulos Accionarios que no hubiesen sido clasificados 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 Títulos Accionarios deberá comprender dos etapas: la clasificación preliminar, común para la solvencia del emisor, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor e indicadores específicos para los títulos accionarios.

## 1. CLASIFICACION PRELIMINAR DE LA CAPACIDAD DE PAGO

Para determinar la clasificación preliminar, la clasificadora deberá tener en consideración, entre otros, los siguientes aspectos:

### 1.1 CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA A LA QUE PERTENECE EL EMISOR

- a) Fase en que se encuentra la industria es decir si es una industria en crecimiento, estable o decreciente;
- b) Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del producto interno bruto, regímenes tarifarios, y otras que se estimen adecuadas; y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía
- c) Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Localización de la competencia (regional, nacional o internacional); identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección. En este punto se tendrá en consideración los aspectos relacionados con los tratados de libre comercio firmados por Chile, en cuanto a oportunidades y amenazas que esto representa para la empresa.
- d) Existencia de mercados potenciales tanto nacionales como internacionales
- e) Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).
- f) Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales. En este punto se tendrá en cuenta las acciones que la empresa realiza para generar cambios en los ciclos naturales de la empresa y cual ha sido el éxito en su aplicación
- g) Proveedores de la industria: características de la oferta de materias primas e insumos así como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas, u otras. En este aspecto también se tendrá en cuenta los cambios en los proveedores de la industria frente a la apertura de la economía nacional y como la ha enfrentado la empresa.
- h) Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida, concentración geográfica de los centros de producción; rapidez de la incorporación de los cambios tecnológicos en los procesos productivos; análisis de la fortaleza de la organización sindical y de los sistemas de negociación colectiva, etc.  
Especial importancia se tendrá en el análisis de los aspectos legales y normativos que regulan a la industria, como tributaciones especiales, royalties, o leyes regulatorias, que puedan afectar su desarrollo.

## 1.2 POSICIÓN DE LA EMPRESA EN LA INDUSTRIA QUE PERTENECE

- a) Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios de la empresa, respecto de otros productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.
- b) Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.
- c) Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, existencia de proveedores internacionales, etc..
- d) Concentración de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos. Aquí se verificará el grado de concentración de los contratos y de la vulnerabilidad del emisor ante términos potenciales de los contratos vigentes
- e) Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios e incorporación de tecnologías de punta
- f) Liderazgo: capacidad relativa de la empresa para estar en la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo, etc.

## 1.3 INDICADORES DE LA POSICIÓN FINANCIERA DEL EMISOR.

En cuanto a los indicadores de la posición financiera del emisor, la clasificadora tendrá que evaluarlos en el contexto de su evolución histórica y como esta evolución histórica puede llegar a afectar o favorecer el comportamiento de la empresa, bajo el entendido que estos indicadores deben evaluarse en un contexto dinámico.

Para ello se tendrán en cuenta los siguientes indicadores

- a) Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros. Este se someterá a un test de stress tal como lo señala el punto b) siguiente.

La cobertura de gastos financieros se medirá como **EBITDA** sobre gastos financieros

- b) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado. Este corresponde a un análisis de sensibilidad de los flujos en función de la variación de parámetros de relevancia, como la tasa de interés o el precio de venta de los productos entre otras.

C) Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes en relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc.

La rentabilidad se medirá como ROE, es decir utilidades netas del ejercicio sobre patrimonio contable

d) Flujos de caja: proyección de los flujos de caja para un período considerado como razonable por la clasificadora. Para ello se tendrá en cuenta los flujos presentados por la empresa, para un período de tres años.

e) Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables por la clasificadora. Para ello se tendrá en cuenta los flujos presentados por la empresa, para un período de tres años

f) Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los del pasivo circulante. Los índices de liquidez a usar serán:

$$\begin{aligned}\text{Capital de trabajo neto} &= \text{Activos Circulante} - \text{Pasivo Circulante} \\ \text{Liquidez Corriente} &= \text{Activo Circulante} / \text{Pasivo Circulante} \\ \text{Prueba ácida} &= (\text{Activos Circulante} - \text{Inventario}) / \text{Pasivo Circulante}\end{aligned}$$

Para su evaluación se tendrá en cuenta la evolución histórica de estos indicadores, así como la industria donde se desenvuelve la empresa si es posible esta última evaluación comparada

g) Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda. Los índices de endeudamiento a usar serán:

$$\begin{aligned}\text{Índice de Endeudamiento Total} &= \text{Pasivos Totales} / \text{Activos Totales} \\ \text{Índice de deuda de corto plazo} &= \text{Pasivo Circulante} / \text{Pasivo Total}\end{aligned}$$

h) Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos. Deberá considerarse que un descalce de monedas es perjudicial para una empresa, toda vez que pueden encontrarse comprometidos sus flujos por una posición de esta naturaleza.

i) Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos. Asimismo, se evaluará la aplicación de herramientas financieras para disminuir el descalce de monedas y su aplicación en el tiempo.

j) Incidencia de los resultados no operacionales e items extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio,

k) Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por obligaciones propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales

l) Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.

m) Operaciones con personas relacionadas: análisis de las condiciones y montos de los contratos y transacciones realizadas entre la empresa y personas relacionadas y su importancia en el total de las operaciones.

#### **1.4 CARACTERÍSTICAS DE LA ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD DE LA EMPRESA**

Se deberá analizar, entre otras, las características de la administración tales como: la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; y variables de análisis como: la estructura de la organización, los sistemas de administración y planificación, los centros de poder de decisión dentro de la empresa o el grupo empresarial; antecedentes de los ejecutivos como su antigüedad y rotación de la plana ejecutiva; y cualquier antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo se analizará la propiedad y se deberán contemplar aspectos tales como su concentración, antecedentes financieros de los propietarios, la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones, los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa, el grupo empresarial en que eventualmente estuviere inserto el emisor, la importancia estratégica de este en el grupo, o cualquier antecedentes que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio, y que no estuviese incluido en las secciones anteriores.



### 1.5 RACIONALIDAD DEL PRODUCTO O SERVICIO

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio, deberán considerarse, entre otros, los siguientes aspectos:

a) Mercado objetivo. Se deberá considerar si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población; si se trata de un nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado o existe un producto y mercado ya desarrollado; la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.

b) Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus obligaciones crediticias.

Entre los factores determinantes del costo de operación del emisor, se deberían considerar, a lo menos, los siguientes:

a) Las condiciones de abastecimiento de materias primas, en particular la localización respecto a centros de oferta, la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.

b) Las características de la tecnología, y en particular, el grado de conocimientos y la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.

c) La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.

d) La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.

e) Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

### **1.6 SEGUROS Y GARANTÍAS DEL PROYECTO**

Se deberá analizar, entre otras, la existencia de mecanismos de resguardo contra los riesgos de construcción, financiamiento y funcionamiento del proyecto.

### **1.7 EXPERIENCIA Y MOTIVACIÓN DE LOS PATROCINADORES**

Para analizar la experiencia y motivación de los patrocinadores, se deberá considerar que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquéllos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto.

En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado; el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador.

En el evento que se produzcan cambios en la administración o en la propiedad del emisor, deberán evaluarse los efectos de los mismos sobre la solvencia del emisor.

### **1.8 EXPERIENCIA Y CAPACIDAD FINANCIERA DE LOS CONTRATISTAS**

Deberá analizarse la experiencia y capacidad financiera de los contratistas, a objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo al presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de los contratistas, se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y tengan experiencia en obras similares.

## 2. ANÁLISIS ESPECÍFICO DE LOS TÍTULOS ACCIONARIOS

Dado que por definición la compra de un título accionario implica una participación, minoritario o mayoritaria en la sociedad y que corresponde a un pasivo no exigible, la metodología de ICR incorpora indicadores de liquidez y de mercados disponibles para su transacción, como una medida adicional a la solvencia del emisor, descrita previamente.

Para los efectos de evaluar los títulos accionarios se deberán considerar los siguientes elementos:

- **Dispersión de la propiedad;** la dispersión de la propiedad es un indicador que muestra cuan concentrada está la propiedad de la compañía. Mientras más concentrada este y por ende menos acciones disponibles en el mercado, menor será la posibilidad de transar los títulos en el mercado sin sufrir pérdidas de capital
- **Rotación de los títulos accionarios;** La rotación de los títulos accionarios, es un indicador que señala cuantas veces se ha transado un título en un mes determinado. Mientras mayor sea este indicador, mayor será la liquidez de este.
- **Mercados donde se lista la acción;** indica en que mercados puede ser transado el título accionario. Mientras más diversos sean estos, mayor probabilidad de transar el título sin afectar su valor por efectos laterales. Así por ejemplo, si un emisor tiene ADR y en consecuencia transados en la Bolsa de Nueva York, mayor posibilidad de enajenación.
- **Indicador de presencia ajustada:** La presencia ajustada es un indicativo de la liquidez en el mercado local. Mientras mayor sea esta, mayor será las veces que se transa en las bolsas locales y por ende mayor liquidez

## 3.- DETERMINACION DE LA CLASIFICACION FINAL

En la clasificación final se debe tomar como antecedente la categoría asignada en la clasificación preliminar o de solvencia del emisor, la que se combina con los indicadores específicos de los títulos accionarios para definir la clasificación final.

En todo caso, tal como se señala en la introducción, los títulos accionarios se clasificarán como de primera o de segunda clase, de acuerdo a la definición de cada una de las categorías asignadas

#### **FUENTES DE INFORMACIÓN A UTILIZAR EN LA EVALUACIÓN**

La clasificadora utilizará información proporcionada por diferentes medios, entre estos información propia entregada por la empresa evaluada, estados financieros auditados por auditores externos e independientes proporcionados por la empresa. Asimismo, se contará con las FECUs de la empresa como de las empresas de la industria donde esta se desenvuelve, si existen, de fuentes alternativas como la Superintendencia de Valores y Seguros, la Bolsa de Comercio y otras que por su naturaleza puedan aportar antecedentes para una mejor evaluación.

Por su parte, la clasificadora no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por el emisor.