

Metodología de clasificación de entidades de renta inmobiliaria

Fecha: Enero 16, 2026

Introducción

En esta metodología de clasificación,¹ explicamos nuestro enfoque general para evaluar el riesgo crediticio y de no pago de entidades de renta inmobiliaria y entidades cuya principal función sea el desarrollo, compra, renta y administración de activos inmobiliarios y asignar clasificaciones a los mismos.² Para efectos de este documento, nuestra definición de entidades de renta inmobiliaria abarca fondos, empresas y otros vehículos legales cuya actividad principal consista en la inversión, renta y administración de inmuebles.

Analizamos los factores cualitativos y cuantitativos que pueden afectar los resultados de clasificación de estas entidades. También analizamos otras consideraciones, que son factores cuya importancia crediticia puede variar ampliamente entre los distintos tipos de organizaciones o que pueden ser importantes solo en determinadas circunstancias. Asimismo, en caso de que aplique, analizamos nuestro enfoque ante la posibilidad de soporte externo a la entidad clasificada que se pueda tener por parte de filiales y gobiernos. Dado que las clasificaciones son a futuro, solemos incorporar una visión prospectiva de los riesgos y sus mitigantes de manera cualitativa.

FIGURA 1 Enfoque general para asignar clasificaciones de entidades de renta inmobiliaria



¹ La metodología fue aprobada por International Credit Rating Compañía Clasificadora De Riesgo Limitada el 14 de enero de 2026. Las metodologías de clasificación crediticia describen el marco analítico que utilizan los comités de clasificación de ICR para asignar clasificaciones crediticias. Las metodologías establecen los factores analíticos clave que ICR considera son los más importantes determinantes del riesgo crediticio para un sector en particular. Sin embargo, las metodologías no abarcan de manera exhaustiva todos los factores reflejados en las clasificaciones de ICR.

² Consulte las escalas de clasificación de ICR en el Apéndice B.



INDICE

Introducción	1
Análisis de los factores estándares de clasificación	3
<hr/>	
Escala	3
Perfil de negocios.....	4
Apalancamiento y cobertura.....	5
Política financiera	6
<hr/>	
Otras consideraciones	7
Análisis de escenarios	10
Evaluación del soporte	10
<hr/>	
Emisores relacionados con el gobierno.....	12
<hr/>	
Asignación de clasificaciones de emisor y de instrumentos.....	12
Clasificaciones de acciones o cuotas de entidades de renta inmobiliaria	13
Limitaciones generales de la metodología.....	16
Limitaciones de las matrices de clasificación.....	16
Apéndice A: Matrices de clasificación de ICR	18
Apéndice B: Escalas de clasificación de ICR	23
Información de contacto con atención al cliente.....	33
<hr/>	

Análisis de los factores estándares de clasificación

En esta sección, explicamos nuestro enfoque general para evaluar cada factor estándar de clasificación y describimos su importancia como indicador de la calidad crediticia de las entidades de renta inmobiliaria clasificadas bajo esta metodología. En las siguientes secciones, evaluamos otras consideraciones e incorporamos la probabilidad de algún soporte externo explícito para llegar a la clasificación.

FIGURA 2 Factores estándares de clasificación

Escala	Perfil de negocios	Apalancamiento y cobertura	Política financiera
Activos brutos	Posición competitiva	Deuda Neta / EBITDA*	Administración de la Liquidez
	Estabilidad y demanda	Deuda / Activos totales	Política financiera
		Cobertura de cargo fijo	

*EBITDA significa utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Fuente: ICR

Nuestras clasificaciones reflejan el riesgo de crédito y no pago, son a futuro y reflejan nuestras expectativas del futuro desempeño financiero y operativo. Sin embargo, los resultados históricos nos ayudan a comprender los patrones y las tendencias del desempeño de una entidad o fondo y a establecer comparaciones entre pares.

Los indicadores financieros históricos de las entidades o fondos que invierten en activos inmobiliarios, a menos que se indique lo contrario, se calculan normalmente sobre la base de un período anual o de doce meses. Sin embargo, los indicadores financieros pueden evaluarse utilizando diferentes períodos. Por ejemplo, a los comités de clasificación les puede resultar útil en términos analíticos examinar tanto el desempeño histórico como el esperado en el futuro para períodos de varios años.

En los indicadores financieros que utilizamos, tomamos en cuenta en qué medida la información financiera refleja la realidad económica. Cuando no la refleja, podemos hacer ajustes analíticos en los estados financieros de la entidad a clasificar para facilitar nuestro análisis.

ESCALA

Por qué es importante

La escala es un indicador importante del alcance general de la entidad de renta inmobiliaria ya que una mayor escala puede hacer que ésta sea más resiliente a cambios en la demanda y pueda absorber mejor las fluctuaciones en los precios dado un mayor poder de negociación.

La escala también puede proporcionar indicios importantes de la capacidad de una entidad de renta inmobiliaria para influir en las tendencias de negocio y la fijación de precios, además de respaldar una posición de mercado estable o en crecimiento. Por lo general, un fondo o empresa más grande tiene más flexibilidad para destinar recursos y absorber gastos en diferentes escenarios de demanda y costo que una entidad de renta inmobiliaria más pequeña. Una entidad más grande también suele estar mejor posicionada para negociar mejores condiciones y menores costos con distribuidores, proveedores y prestadores de servicios. La escala también tiende a

tener una correlación con otras características positivas, como la eficiencia operativa, la longevidad y el acceso a diferentes fuentes de financiamiento.

Método de evaluación

Para el cálculo de la escala utilizamos activos brutos, que se calculan o estiman mediante el valor razonable de los activos totales según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o el valor contable de los activos brutos totales según los Principios Contables Generalmente Aceptados (PCGA). Los activos brutos según los PCGA equivalen a los activos totales más la depreciación acumulada.

Indicador relevante: Escala

Activos brutos (millones CLP)

PERFIL DE NEGOCIOS

Por qué es importante

El perfil de negocios de una entidad de renta inmobiliaria es importante porque influye en gran medida en su capacidad para generar ingresos y flujos de efectivo operativo sostenibles. Los aspectos principales del perfil de negocios de la entidad son su posición competitiva y su estabilidad y demanda. Estos aspectos del perfil de negocios suelen tener un impacto considerable en la estabilidad de los ingresos y márgenes de una entidad de renta inmobiliaria en el largo plazo.

→ POSICIÓN COMPETITIVA:

Para las entidades de renta inmobiliaria, la posición de mercado de sus activos inmobiliarios tanto por ubicación geográfica como reconocimiento, variedad de servicios y calidad, es fundamental para atraer a arrendatarios de alta calidad crediticia y para mantener el poder de fijación de precios, mejorando la rentabilidad por inmueble y los márgenes.

→ ESTABILIDAD Y DEMANDA:

El perfil de negocios de una entidad de renta inmobiliaria es un indicador importante de la estabilidad del portafolio, la cual se basa en el plazo de sus arrendamientos, la calidad de sus arrendatarios (considerando la morosidad en el cobro de los alquileres y la rotación de arrendatarios), su posición de mercado y escala. El plazo de los arrendamientos y la calidad de los arrendatarios son indicadores de la estabilidad de los ingresos, así como la perspectiva de crecimiento y de las tasas de ocupación.

Método de evaluación

Al evaluar el perfil de negocios, tomamos en cuenta la posición competitiva de la entidad de renta inmobiliaria, así como su diversificación de negocios y cartera de clientes.

→ POSICIÓN COMPETITIVA:

Normalmente evaluamos si la entidad de renta inmobiliaria se puede considerar como líder en sus mercados principales y si esta posición de liderazgo se traduce en poder de fijación de precios y una posición competitiva más rentable. En general consideramos el tipo y la ubicación de los activos. La entidad de renta inmobiliaria con posiciones de liderazgo en múltiples tipos de activos en diversos mercados geográficos suele estar mejor posicionada si

ese liderazgo se traduce en mayores tasas de ocupación y renta. También podemos considerar la diversificación económica, por industria, del submercado y de los arrendatarios, para evaluar la resiliencia y el alcance del liderazgo de la entidad de renta inmobiliaria.

→ ESTABILIDAD Y DEMANDA:

Normalmente consideramos las perspectivas de crecimiento económico, el reconocimiento de la marca y los generadores de demanda para ese segmento de mercado específico a lo largo de los ciclos inmobiliarios. Solemos evaluar el portafolio de inversiones de la entidad de renta inmobiliaria y los mercados en los que se encuentran sus activos. También solemos tomar en cuenta las tasas de ocupación, los vencimientos de los arrendamientos, tendencias plurianuales de los alquileres, las rentas del mercado, las tendencias regulatorias, la condición física y la exposición a diferentes segmentos de propiedades.

Subfactores cualitativos relevantes: Perfil de negocios

Posición competitiva

Estabilidad y demanda

APALANCAMIENTO Y COBERTURA

Por qué es importante

Las medidas de apalancamiento y cobertura del flujo de efectivo son un indicador importante de la flexibilidad financiera y la viabilidad de largo plazo de una entidad de renta inmobiliaria. La fortaleza en esta área es un indicador de la capacidad de una entidad de renta inmobiliaria para realizar inversiones, además de soportar las fluctuaciones del ciclo económico, responder ante desafíos inesperados y pagar deudas.

→ DEUDA NETA / EBITDA:

La deuda neta a utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) es un indicador de la capacidad de servicio de deuda.

→ DEUDA / ACTIVOS TOTALES:

La deuda financiera a activos totales es un indicador del apalancamiento financiero.

→ COBERTURA DE CARGO FIJO:

El EBITDA (o los flujos de operación) a cargos fijos es un indicador importante de la capacidad de una entidad de renta inmobiliaria para pagar intereses y otros cargos fijos a partir de sus resultados operativos, medidos por el EBITDA.

Método de evaluación

→ DEUDA NETA / EBITDA:

El numerador es la deuda financiera neta, y el denominador es el EBITDA.

→ DEUDA / ACTIVOS TOTALES:

El numerador es la deuda financiera y el denominador son los activos totales.

→ COBERTURA DE CARGO FIJO:

El numerador es EBITDA o los flujos de operación, y el denominador son los cargos fijos, incluyendo el gasto de intereses, el interés capitalizado, los dividendos preferentes y las distribuciones. Para calcular la razón de cobertura de cargo fijo, cuando aplique, los dividendos de las acciones preferentes se incluyen en los cargos fijos porque consideramos que las acciones preferentes de la entidad de renta inmobiliaria tienen principalmente características de deuda.

Indicadores relevantes: Apalancamiento y cobertura

Deuda neta / EBITDA

Deuda / Activos Totales

Cobertura de cargo fijo

POLÍTICA FINANCIERA

Por qué es importante

Para las entidades de renta inmobiliaria, la gestión de riesgos (especialmente los operativos y legales), el manejo de la liquidez y el acceso al capital son consideraciones importantes ya que sus actividades implican grandes inversiones de capital y pueden estar sujetas a ciclos de acceso al crédito y a los mercados de deuda y capitales.

Método de evaluación

→ ADMINISTRACIÓN DE LA LIQUIDEZ:

Evaluamos la administración histórica de la liquidez, la experiencia en el acceso a diferentes fuentes de capital, la menor o mayor necesidad de financiamiento externo para pagar los próximos vencimientos de deuda, así como el porcentaje de activos no gravados que pudieran ser utilizados como garantía ante necesidades de financiamiento.

→ POLÍTICA FINANCIERA:

Al evaluar la política financiera de las entidades de renta inmobiliaria consideramos la gestión de riesgo, en especial considerando la exposición y gestión de los riesgos operativos y legales, el historial de cumplimiento de la política financiera, así como el tamaño y el tipo de liquidez frente a los usos esperados de efectivo en los próximos doce meses. Una política financiera bien definida, estable y conservadora, con una clara gestión de los riesgos operativos y legales, así como un probado historial de cumplimiento de la política establecida es considerada favorable para la clasificación. Las fuentes de liquidez pueden incluir la capacidad de financiamiento mediante líneas de crédito comprometidas, balances de efectivo, flujo de efectivo operativo, mercado de capitales y activos no gravados. Los usos de efectivo pueden incluir pagos de intereses y principal de bonos, deudas hipotecarias y de líneas de crédito o emisiones de deuda, gastos de capital, proyectos de desarrollo y pagos de dividendos. Por lo general, consideramos el calendario de pagos de deuda y si los vencimientos se distribuyen uniformemente a lo largo del tiempo. En su caso, también evaluamos en este subfactor el acceso de una entidad de renta inmobiliaria a los mercados de financiamiento.

Otras consideraciones

Al momento de asignar una clasificación, podemos incluir otras consideraciones que no se encuentran en los factores estándar de clasificación. Algunas de estas consideraciones pueden ser importantes para todas las entidades de renta inmobiliaria, mientras que otras pueden solo ser importantes en determinadas circunstancias o para un subconjunto de entidades.

A continuación, se presentan ejemplos de otras consideraciones que pueden verse reflejadas en nuestras clasificaciones.

Historial financiero limitado

Un historial financiero demostrable puede ser fundamental para que una entidad de renta inmobiliaria pueda acceder al crédito y obtener capital, lo que generalmente es necesario para su crecimiento y respalda su capacidad para afrontar un ciclo de baja actividad económica. En el caso de las entidades que carecen de un historial financiero, nuestras proyecciones pueden reflejar expectativas más conservadoras que las proyecciones de la administración.

Controles financieros y divulgación financiera

La precisión de los estados financieros auditados es crucial para asignar y monitorear clasificaciones para las entidades de renta inmobiliaria clasificadas bajo esta metodología. La existencia de información financiera relevante y oportuna, divulgaciones y la aplicación consistente de información financiera pueden indicar la transparencia de un fondo o empresa, así como el cumplimiento de sus políticas y estándares regulatorios. Los reportes y los comentarios de los auditores, las reformulaciones inusuales o constantes de los estados financieros o entregas de información financiera fuera de las fechas regulatorias pueden indicar debilidades en los controles internos.

Estrategia del equipo directivo

La calidad del equipo directivo es un factor importante que respalda la fortaleza crediticia de una entidad de renta inmobiliaria. Evaluar la ejecución de los planes de negocios en el tiempo puede resultar útil para analizar las estrategias, las políticas y las filosofías de inversión del equipo gestor, así como para medir su desempeño con relación a sus competidores y nuestras proyecciones. El historial de la administración de seguir los planes establecidos, los compromisos y las normas brinda una perspectiva de su probable desempeño en el futuro, incluyendo en situaciones de estrés.

Riesgos de desarrollo

Para aquellas entidades de renta inmobiliaria que cuenten con un porcentaje de sus activos en desarrollo, tomaremos en cuenta los riesgos que no estén propiamente mitigados a los que estén

expuestos estos desarrollos. Entre los riesgos principales a los que pueden estar expuestos están:

- Riesgos de retraso o no obtención de permisos
- Incrementos en costos de materiales de construcción
- Retrasos en construcción
- Riesgo del financiamiento futuro de la construcción
- Incremento en costos de financiamiento
- Falta de historial e incertidumbre sobre la demanda estimada y viabilidad financiera de los inmuebles
- Cambios en la posición competitiva estimada
- Otros

Diversificación de ingresos por inmuebles o clientes

Las entidades de renta inmobiliaria con una cartera diversificada en tipos de inmuebles, regiones geográficas, industrias y número y tipo de clientes o arrendatarios tienden a generar ingresos y márgenes de rentabilidad más estables frente a los competidores con un portafolio inmobiliario más concentrado. Por el contrario, las entidades que dependen de un solo inmueble o de un solo cliente o arrendatario pueden ser más vulnerables a presiones competitivas o cambios en la demanda y experimentar una mayor volatilidad. El plazo de los arrendamientos y la calidad de los arrendatarios son indicadores de la estabilidad de los ingresos.

Diversificación por sectores económicos

Una entidad de renta inmobiliaria cuyas propiedades se encuentran en mercados altamente concentrados en una industria o sector económico puede ser vulnerable a caídas o a la volatilidad de esa industria. Un portafolio con tipos distintos de inmuebles (residencial, oficinas, industria, comercio, turismo, zonas francas y bodegas) se considera más resistente a ciclos económicos que uno enfocado en un tipo de industria.

Ocupación

Una baja ocupación persistente de manera histórica en comparación con la industria o una expectativa a la baja de la ocupación, podría afectar negativamente la clasificación de la entidad de renta inmobiliaria. Asimismo, una relativa alta ocupación podría generar un beneficio en la misma.

Riesgos no asegurados

En un escenario base esperamos que el 100% de los inmuebles cuenten con cobertura ante posibles siniestros, las cuales cubran los alquileres y gastos de rehabilitación en caso de evento, así como coberturas contra riesgos de construcción y accidentes en caso de inmuebles en desarrollo. Cualquier deficiencia en la cobertura ante siniestros estándar en el mercado podría afectar el nivel de clasificación.

Consideraciones de riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Las consideraciones de riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) pueden afectar las clasificaciones de las entidades de renta inmobiliaria en diferentes sectores. Normalmente solo diferenciaremos clasificaciones dentro del mismo sector cuando una entidad clasificada es inusualmente fuerte o débil en un aspecto ambiental, social o de gobierno corporativo en particular. Algunas consideraciones de riesgos ESG podrían estar incluidas en nuestro análisis, en un sector, mercado o industria específicos, o en un nivel

específico de clasificación³, por lo que evaluaríamos los riesgos ESG junto con el impacto sobre las clasificaciones en cada caso. Normalmente evaluaríamos las consideraciones de riesgos ESG en relación con las prácticas del sector a nivel local para identificar posibles tendencias junto con la gestión de riesgos ESG de la entidad.

→ AMBIENTALES:

El riesgo ambiental se divide en dos categorías generales: (i) las consecuencias de las iniciativas regulatorias o de políticas que buscan reducir o prevenir las tendencias o peligros ambientales, o las tendencias o peligros percibidos; y (ii) los efectos adversos de las tendencias y peligros ambientales directos, como la contaminación, la sequía, graves desastres naturales y causados por el hombre, el agotamiento del capital natural, los costos de limpieza y el cambio climático. En términos generales, clasificamos los riesgos ambientales que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) descarbonización; (ii) riesgos físicos del cambio climático; (iii) manejo del agua; (iv) residuos y contaminación; y (v) capital natural.

→ SOCIALES:

Las consideraciones sociales se dividen en dos categorías generales: (i) consideraciones específicas de cada emisor, como los problemas de seguridad de los productos que perjudican la reputación de un emisor; y (ii) efectos adversos de factores externos, como la regulación que conduce a mayores costos de cumplimiento o crea normas estrictas de trabajo. Las empresas también pueden verse afectadas por factores sociales en el sector público. Por ejemplo, el nivel de educación de los trabajadores afecta la capacidad de una empresa para contratar empleados calificados. En términos generales, clasificamos los riesgos sociales del sector privado que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) relación con el cliente; (ii) capital humano; (iii) tendencias demográficas y sociales; (iv) salud y seguridad; y (v) producción responsable.

→ GOBIERNO CORPORATIVO:

El gobierno corporativo se refiere al marco y los procesos a través de los cuales se toman decisiones y se llevan a cabo acciones relacionadas. En el caso de las entidades corporativas, los distintos componentes del gobierno corporativo ayudan en la dirección y gestión de actividades financieras y comerciales. Nuestra evaluación de gobierno corporativo considera la política financiera y el historial de una empresa, la propiedad y el control, la supervisión y la eficacia del consejo de administración, la estructura y compensación del equipo directivo. En términos generales, clasificamos los riesgos de gobierno corporativo que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) estrategia financiera y gestión de riesgos; (ii) credibilidad e historial del equipo directivo; (iii) estructura organizativa; (iv) cumplimiento y presentación de reportes; y (v) estructura, políticas y procedimientos del consejo de administración.

Las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo suelen tener un riesgo desproporcionado a la baja. Sin embargo, estas no siempre son negativas y en raras ocasiones pueden ser una fuente de fortaleza crediticia. Por ejemplo, es más probable que una empresa con un gobierno corporativo extraordinariamente fuerte tenga una cultura de evaluación integral de los riesgos y de toma de decisiones informadas con miras a la sostenibilidad de largo plazo.

³ Generalmente, los niveles más bajos de clasificación requieren menos ajustes negativos debido a consideraciones de riesgos ESG.

Indicadores adicionales

Los indicadores incluidos en los factores de la metodología son aquellos que suelen ser más importantes para asignar clasificaciones a las entidades de renta inmobiliaria; sin embargo, podemos utilizar indicadores adicionales. Estos indicadores adicionales pueden ser importantes para nuestra visión a futuro de los indicadores incluidos en la metodología, o pueden brindar información adicional específica de cada entidad de renta inmobiliaria.

Otros

Podemos incorporar otras consideraciones que son importantes para el perfil crediticio de una entidad de renta inmobiliaria en particular.

Otras consideraciones para la emisión de deuda en el mercado de Chile por parte de una entidad de renta inmobiliaria domiciliada en el extranjero incluyen la presión crediticia o el soporte crediticio relacionado con el entorno operativo de su país de origen, lo que podría no verse reflejado completamente en una evaluación de la clasificación de emisor en relación con otras empresas de Chile. Para evaluar esta consideración normalmente tomamos en cuenta el desempeño económico y la calidad crediticia soberana del país de origen de dicha entidad.

Reconocemos la posibilidad de que un evento inesperado (riesgo de evento) pueda provocar una caída fuerte y repentina en la calidad de una entidad de renta inmobiliaria. Los riesgos de evento, que son variados y tienden a tener baja probabilidad y alto impacto, pueden afectar incluso a una entidad estable, bien capitalizada. Otros tipos de riesgos de evento incluyen fusiones y adquisiciones, ventas de activos, escisiones, litigios, pandemias, delitos informáticos significativos y distribuciones de dividendos a los accionistas.

Análisis de escenarios

Las clasificaciones pueden ser afectadas por análisis de escenarios ejecutados en los factores de clasificación. A discreción de los analistas y los comités de clasificación, dicho análisis de escenarios puede tomar una variedad de formas, tales como: resultados de la matriz de clasificación bajo diferentes escenarios que se consideren posibles. Este análisis podría llevar a un comité a asignar una clasificación que difiera del resultado de la matriz de clasificación al que se llegó utilizando resultados históricos.

Evaluación del soporte

Aunque no es común, además de los factores de clasificación y otras consideraciones, las clasificaciones de algunas de las entidades de renta inmobiliaria pueden incorporar nuestra evaluación del soporte —explícito o implícito— de una empresa patrocinadora o matriz, filial, gobierno u otra entidad.

En Chile, una entidad patrocinadora o filial generalmente brinda soporte explícito en forma de contribuciones de capital que pueden proporcionar una reducción de riesgos limitada a la entidad que recibe soporte. Con menos frecuencia, una matriz o filial puede proporcionar una garantía directa que normalmente tiene por objeto transferir la calidad crediticia de la entidad que brinda soporte a la entidad que lo recibe. Este tipo de apoyo explícito, aunque es poco

frecuente, puede igualar la calidad crediticia de la entidad que recibe soporte con la de la entidad que lo brinda. Al analizar este tipo de soporte, consideramos la naturaleza jurídica específica y la aplicabilidad del soporte, así como su posible pago puntual y cancelación.

Cuando una matriz u otra entidad brinda soporte implícito, legalmente no vinculante, nuestra evaluación del beneficio para el perfil crediticio de la empresa se basa en diversos aspectos. Estos incluyen el nivel de compromiso de la entidad que brinda soporte con el mercado de Chile, la marca en común, la alineación de intereses, nuestra evaluación de la importancia de la entidad que recibe soporte para el modelo empresarial del grupo, su tamaño en relación con el del grupo económico al que pertenece, su proximidad geográfica a la entidad que da soporte, la existencia de supervisión regulatoria compartida, la propiedad total o parcial y la integración de la entidad con el resto de la organización desde el punto de vista de la gestión, distribución y operaciones. También consideramos los incentivos estructurales de soporte, como la aceleración automática o no automática de la deuda de la casa matriz en caso de incumplimiento de la entidad clasificada. También analizamos las acciones previas de la entidad que da soporte y sus declaraciones públicas de soporte. Atribuimos soporte implícito solo cuando tenemos una gran confianza de que estará disponible en caso de necesidad. En estas situaciones, una matriz o filial proporcionan soporte solo cuando es de interés para esa entidad, y nuestra evaluación de la perspectiva de futuro soporte se basa en las motivaciones económicas prospectivas para proporcionar dicho soporte. Cuando consideramos que la entidad que brinda soporte tiene una fuerte disposición y capacidad de soporte y, en función del perfil crediticio de esta entidad, que el soporte implícito reduce significativamente el riesgo crediticio de la entidad que recibe soporte, solemos reducir la diferencia entre la calidad crediticia de la entidad que recibe soporte y la de la entidad que lo brinda.

Cuando existe soporte, la clasificación de la entidad que lo recibe suele obtener un alza de uno a tres notches con respecto a su perfil crediticio intrínseco, aunque en algunos casos es posible un alza de más notches, pero normalmente solo cuando se proporciona un fuerte soporte explícito. En los casos de soporte explícito o implícito, también tomamos en cuenta que el perfil crediticio intrínseco de la entidad que da soporte puede verse arrastrado por la entidad que recibe el soporte.

Si bien en la mayoría de los casos el soporte es gradualmente positivo para la entidad que lo recibe, en algunos casos, ser filial de una casa matriz o de otra entidad puede limitar la clasificación de la entidad. Por ejemplo, la presencia de una matriz o filial débil podría ejercer presión en las utilidades y el capital de la entidad que recibe soporte, lo que podría dar lugar a que la clasificación de una entidad sea inferior a su perfil crediticio intrínseco.

Nuestras clasificaciones de entidades de renta inmobiliaria en Chile normalmente no reflejan la expectativa de soporte por parte del gobierno. En función de nuestras observaciones, consideramos que el gobierno no ofrecerá soporte o que este será lo suficientemente confiable o predecible para ser incorporado en nuestras clasificaciones de forma rutinaria. Alguna entidad puede ser propiedad total o parcial del soberano o de un sub-soberano que tenga la disposición y la capacidad para brindar soporte. En los pocos casos en los cuales se reciba dicho soporte, consideramos sus implicaciones crediticias según cada caso en particular. En estos casos, incorporamos el posible soporte del gobierno en la clasificación final de la empresa o fondo, tomando en cuenta la fortaleza crediticia del gobierno, la medida en que el gobierno y la entidad que recibe soporte son susceptibles conjuntamente a circunstancias adversas que podrían debilitar su posición financiera, así como la probabilidad de que el gobierno, cuando sea necesario, brinde soporte de forma oportuna.

Asimismo, evaluamos si la propiedad del gobierno puede tener un efecto negativo en la calidad crediticia de la entidad. Por ejemplo, consideramos la experiencia histórica y la probabilidad de que el gobierno aplique controles de precios, alta carga impositiva y distribuciones elevadas que afectan negativamente los resultados financieros de una entidad.

EMISORES RELACIONADOS CON EL GOBIERNO

Una entidad relacionada con el gobierno es una entidad o vehículo con propiedad o control total o parcial del gobierno (generalmente fijamos en un 20% el nivel mínimo de propiedad del gobierno para que un emisor se considere relacionado con el gobierno), o una entidad con un régimen jurídico especial o una actividad sujeta al mandato de políticas públicas de un gobierno nacional, regional o local.

Podemos clasificar a una entidad de renta inmobiliaria relacionada con el gobierno que está muy estrechamente integrada al sector público tomando en cuenta la calidad crediticia de la entidad sin asignar una evaluación intrínseca, incluso cuando no exista una garantía formal o compromiso equivalente. Sin embargo, en ausencia de una garantía formal, podemos reflejar cierto grado de incertidumbre al ajustar a la baja la clasificación del emisor relacionado con el gobierno con respecto al proveedor de soporte. Podemos clasificar a un emisor relacionado con el gobierno que se beneficia del soporte del gobierno de Chile considerando solo la calidad crediticia del gobierno nacional sin asignar una evaluación intrínseca del emisor relacionado con el gobierno. En estos casos, evaluaríamos que el gobierno de Chile tenga la mayor calidad crediticia en el mercado interno.

Asignación de clasificaciones de emisor y de instrumentos

En caso de que aplique, luego de considerar los factores de clasificación y otras consideraciones de clasificación, normalmente asignamos una clasificación de emisor o una clasificación senior no garantizada a las entidades de renta inmobiliaria clasificadas bajo esta metodología. También podemos asignar clasificaciones de corto plazo.

Las clasificaciones de instrumentos de deuda individuales de las entidades de renta inmobiliaria pueden ser ajustadas al alza o a la baja con respecto a la clasificación de emisor de las entidades de renta inmobiliaria o la clasificación senior no garantizada para reflejar nuestra evaluación de las diferencias en la pérdida esperada relacionada con el nivel de exigibilidad y garantía de un instrumento. La guía para el ajuste de escalones de la Figura 3 representa el escalonamiento real en la mayoría de los casos, pero no en todos.

FIGURA 3 Guía para el ajuste de escalones generales aplicables

Tipo de deuda	Escalonamiento habitual
Deuda senior garantizada	Clasificación de emisor o clasificación senior no garantizada + 1 o + 2
Deuda senior no garantizada	En línea con la clasificación de emisor u otra clasificación senior no garantizada
Deuda subordinada	Clasificación de emisor o clasificación senior no garantizada - 1 o - 2
Deuda subordinada junior	Clasificación de emisor o clasificación senior no garantizada -1 o - 2
Acciones preferentes	Clasificación de emisor o clasificación senior no garantizada - 2

Fuente: ICR

Los emisores pueden utilizar la sustitución de crédito para acceder al mercado de capitales a un menor costo con una clasificación crediticia superior a la que se podría alcanzar de forma intrínseca. El soporte externo suele ser prestado por un banco, una entidad garantizadora financiera o una empresa. En general, a los emisores o transacciones que se clasifican en función de la sustitución de crédito se les asigna una clasificación consistente con la clasificación del proveedor de soporte crediticio, siempre que sea superior a la clasificación subyacente del instrumento garantizado.

Podemos asignar clasificaciones en moneda local o extranjera a las entidades de renta inmobiliaria. Las clasificaciones en moneda extranjera pueden ser inferiores a las clasificaciones en moneda local según nuestra evaluación de los riesgos progresivos de transferencia y convertibilidad para los acreedores en moneda extranjera.

Clasificaciones de acciones o cuotas de entidades de renta inmobiliaria

También podemos asignar clasificaciones a acciones de entidades de renta inmobiliaria o a cuotas de fondos de renta inmobiliaria.⁴ Al asignar estas clasificaciones, incorporamos una combinación de factores cualitativos y cuantitativos que proporcionan indicaciones de la capacidad de la entidad de renta inmobiliaria para generar utilidades, así como la liquidez de sus acciones o participaciones.

Capacidad para generar utilidades

En nuestra evaluación de la capacidad del emisor para generar utilidades, normalmente tenemos en cuenta la solvencia de la entidad y la generación de ingresos que proporciona a los accionistas o aportantes. Cuanto mayor sea la volatilidad o variabilidad de los flujos de efectivo, mayor será la incertidumbre y menor será la capacidad de generar beneficios de forma consistente. Evaluamos la capacidad de generar utilidades en función de la clasificación de la empresa o fondo.

⁴ Consulte las Escalas de Clasificación de ICR en el Apéndice A.

FIGURA 4 Puntuación de la capacidad para generar utilidades

Clasificación	Puntuación
Mayor o igual a AA-.cl	Muy Alta
A+.cl a BBB+.cl	Alta
BBB.cl a BBB-.cl	Moderada
Menor o igual a BB+.cl	Baja
E.cl	Sin información

Fuente: ICR

Liquidez del mercado

La liquidez de las acciones o cuotas generalmente se mide por la presencia bursátil o el número de días negociados en el mercado de valores autorizado donde la acción tiene su mayor registro transaccional (además, se puede considerar la posibilidad de cotizar en los mercados internacionales). Asignamos un nivel de liquidez alto, medio o bajo en función del porcentaje de días que las participaciones han cotizado, de acuerdo con los siguientes criterios:

- **Alta liquidez:** Se aplica a las acciones o cuotas que se han negociado o han registrado transacciones en promedio en al menos el 50% de los días de negociación durante los últimos seis meses.
- **Liquidez media:** Se aplica a las acciones o cuotas que se han negociado o han registrado transacciones en promedio en al menos el 25% -pero menos del 50%- de los días de negociación en los últimos seis meses.
- **Baja liquidez:** Se aplica a las acciones o cuotas que se han negociado o han registrado transacciones en promedio en menos del 25% de los días de negociación durante los últimos seis meses.
- **Sin información:** Se aplica a las acciones o cuotas sobre las cuales no se tiene información sobre los días que se han negociado o transaccionado.

En nuestra evaluación de las nuevas emisiones de acciones o cuotas (por ejemplo, nuevos fondos sin historial) asignamos inicialmente un nivel de liquidez bajo. A medida que las acciones o cuotas establecen un historial a lo largo del tiempo, normalmente revisamos este nivel de liquidez.

Resultado indicado por la matriz

Según la combinación de las puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez en el mercado, llegamos a un resultado indicado por la matriz para las participaciones del fondo.

FIGURA 5 Matriz de clasificaciones de participaciones

Nivel de Liquidez	Capacidad para generar utilidades				
	Muy Alto	Alto	Moderado	Bajo	Sin información
Alta	Categoría 1	Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Sin información suficiente
Media	Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4	Sin información suficiente
Baja	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4	Categoría 5	Sin información suficiente
Sin información	Sin información suficiente	Sin información suficiente	Sin información suficiente	Sin información suficiente	Sin información suficiente

Fuente: ICR

Consideraciones adicionales

El resultado indicado por la matriz puede ajustarse, negativa o positivamente, en función de las siguientes consideraciones, cuando apliquen:

- **Política de dividendos o pago de beneficios:** La existencia de una política de dividendos o pago de beneficios y el cumplimiento de la política son consideraciones importantes. Una entidad que distribuye dividendos o paga beneficios con frecuencia a los inversionistas fuera de su política establecida tiene más probabilidades de ser considerada de mayor riesgo que una que se adhiere a su política de dividendos o pago de beneficios.
- **Valor de mercado:** Por lo general, evaluamos el valor de mercado de las cuotas o acciones en relación con el valor contable.
- **Rendimiento:** Por lo general, consideramos el rendimiento de las acciones o cuotas en relación con un índice de referencia que representa el mercado de valores, para evaluar si la volatilidad del precio de mercado de éstas es mayor, igual o menor que el índice de referencia.
- **Beneficio relativo y liquidez:** Por lo general, evaluamos la capacidad de la entidad para generar beneficios y su liquidez de mercado en relación con otros emisores con la misma clasificación de sus cuotas / acciones.
- **Dispersión de participaciones:** Por lo general, evaluamos la parte de la propiedad mantenida con fines de control, el nivel efectivo de participación de inversores institucionales, nacionales e internacionales, y la viabilidad de que las acciones o cuotas puedan ser propiedad de inversores institucionales y nacionales.

Asignación de la clasificación de acciones o cuotas

La clasificación se asigna en función del resultado indicado por la matriz y nuestra evaluación de las consideraciones adicionales.

Asignación de clasificación a cuotas de fondos de inversión sin historial de funcionamiento

Las cuotas de fondos de inversión que se encuentren en proceso de formación o tengan un periodo de funcionamiento inferior a un año, y por ende no tengan historial suficiente, serán evaluados teniendo en cuenta los objetivos de inversión, proyecciones conservadoras de ICR y otras disposiciones establecidas en sus reglamentos internos de inversión, así como la experiencia del equipo directivo. Para estos fondos la clasificación de riesgo será acompañada por el indicativo “(n)”, denotando que el fondo es nuevo en el mercado.

Limitaciones generales de la metodología

Esta metodología no incluye una descripción exhaustiva de todos los factores que podemos considerar al momento de asignar clasificaciones en los sectores aquí cubiertos. Las entidades de renta inmobiliaria pueden enfrentar nuevos riesgos o nuevas combinaciones de riesgos, y pueden desarrollar nuevas estrategias para mitigarlos. Buscamos incorporar todas las consideraciones crediticias importantes en nuestras clasificaciones con la perspectiva de más largo plazo que sea posible, dada la visibilidad de estos riesgos y mitigantes.

Las clasificaciones reflejan nuestra expectativa del desempeño futuro de una entidad; sin embargo, a medida que se prolonga el horizonte de largo plazo, aumenta la incertidumbre y disminuye la utilidad de estimaciones precisas. En la mayoría de los casos, los riesgos de más corto plazo son más significativos para los perfiles crediticios del emisor y, por lo tanto, tienen un impacto más directo en las clasificaciones. Sin embargo, en algunos casos, nuestra visión de las tendencias de más largo plazo puede afectar las clasificaciones.

La información utilizada para evaluar los factores y subfactores se basa generalmente en información proporcionada por la entidad, incluyendo la información de los estados financieros, además de datos disponibles públicamente, como la información divulgada por los reguladores. También podemos incorporar información no pública.

Nuestras opiniones prospectivas se basan en supuestos que a futuro pueden resultar incorrectos. Estos supuestos incluyen cambios inesperados en cualquiera de los siguientes factores: el entorno macroeconómico, las condiciones generales del mercado financiero, la competencia dentro del sector, la tecnología disruptiva, o acciones regulatorias y legales. En cualquier caso, predecir el futuro está sujeto a gran incertidumbre.

Limitaciones de las matrices de clasificación

Las matrices de clasificación de esta metodología son una herramienta relativamente simple que se centra en los indicadores de fortaleza crediticia relativa. Las ponderaciones de cada factor de las matrices de clasificación representan una aproximación de su importancia para tomar decisiones de clasificación en el sector, pero la importancia real de un factor en particular puede variar considerablemente en función de las circunstancias de una institución en específico.

Los factores no incluidos en las matrices de clasificación pueden ser importantes para las clasificaciones, y su importancia relativa también puede variar de una institución a la otra. Podemos utilizar las matrices de clasificación en diferentes períodos históricos o a futuro y en



casos de información faltante, si así lo consideramos, haremos supuestos conservadores sobre la misma basándonos en tendencias, información histórica, de la industria y de los pares.

Asimismo, en nuestras clasificaciones solemos incorporar visiones a futuro de los riesgos y mitigantes de manera cualitativa. Como resultado, los resultados de las matrices de clasificación pueden diferir de las clasificaciones asignadas.

Apéndice A: Matrices de clasificación de ICR

FIGURA 6 Matriz de Clasificación de Entidades de Renta Inmobiliaria

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
ESCALA	Activos brutos (millones CLP) ¹	10%	2.500.000 → 1.000.000	1.000.000 → 500.000	500.000 → 250.000	250.000 → 125.000	125.000 → 62.500	62.500 → 37.500	37.500 → 25.000	25.000 → 0
	Posición Competitiva	15%	Todos los activos se ubican en ciudades importantes y en su mayoría son activos patrimoniales únicos (trophy assets); predominantemente el mejor espacio de su clase (Clase A) que atrae arrendatarios de calidad extremadamente alta con las principales rentas del mercado; demuestra el poder de fijación de precios de los arrendadores a lo largo del ciclo inmobiliario; la mayoría de los ingresos provienen de arrendatarios de calidad extremadamente alta con arrendamientos prolongados o un récord superior de altas tasas de renovación; récord excepcional de tasa de ocupación; diversidad excepcional del portafolio; exposición mínima a cualquier industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios no gubernamentales >5% de los ingresos brutos.	La mayoría de los activos se ubican en ciudades importantes; espacio mayormente de Clase A que atrae arrendatarios de calidad muy alta con rentas muy por encima del promedio del mercado; demuestra el poder de fijación de precios de los arrendadores a lo largo del ciclo inmobiliario; la mayoría de los ingresos provienen de arrendatarios de calidad muy alta con arrendamientos prolongados o un récord excelente de altas tasas de renovación; récord superior de tasa de ocupación; diversidad superior del portafolio; exposición limitada a cualquier industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios >7,5% de los ingresos brutos.	La mayor parte del espacio es de Clase A que atrae arrendatarios de alta calidad con rentas por encima del promedio del mercado; demuestra cierto poder de fijación de precios de los arrendadores; alta proporción de ingresos provenientes de arrendatarios de calidad con arrendamientos prolongados o un récord adecuado de altas tasas de renovación; excelente récord de tasa de ocupación; excelente diversidad del portafolio; cierta exposición a una única industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios >10% de los ingresos brutos.	La mayor parte del espacio es de Clase A que atrae arrendatarios de alta calidad con rentas por encima del promedio del mercado; demuestra cierto poder de fijación de precios de los arrendadores; alta proporción de ingresos provenientes de arrendatarios de calidad con arrendamientos prolongados o un récord adecuado de altas tasas de renovación; excelente récord de tasa de ocupación; excelente diversidad del portafolio; cierta exposición a una única industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios >15% de los ingresos brutos.	La mayor parte del espacio es de Clase B que atrae arrendatarios con rentas promedio o por debajo del promedio del mercado; ingresos limitados provenientes de arrendatarios de calidad; récord algo limitado de tasa de ocupación; diversidad moderada del portafolio; exposición a una única industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios >20% de los ingresos brutos.	La mayor parte del espacio es de Clase B que atrae arrendatarios con rentas por debajo del promedio del mercado; récord limitado de tasa de ocupación; diversidad limitada del portafolio; alta exposición a una única industria o factor económico subyacente; sin arrendatarios >25% de los ingresos brutos.	El espacio es mayormente de Clase B y C que atrae arrendatarios con rentas muy por debajo del promedio del mercado; récord débil de tasa de ocupación; diversidad débil del portafolio; exposición concentrada a una única industria o factor económico subyacente; un arrendatario representa >25% de los ingresos brutos.	Todo el espacio es de Clase B y C que atrae arrendatarios con rentas muy por debajo del promedio del mercado; récord bajo de tasa de ocupación; sin diversidad del portafolio; exposición altamente concentrada a una única industria o factor económico subyacente; un arrendatario representa >30% de los ingresos brutos.

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
	Estabilidad y Demanda	15%	Los principales mercados muestran una baja volatilidad histórica y una fuerte demanda a lo largo de los ciclos inmobiliarios; factores subyacentes excepcionales y sostenibles del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital fuertemente en crecimiento y tasas de vacantes en disminución; cartera limitada de ofertas y suboferta estructural persistente; mercados inmobiliarios excepcionalmente líquidos y transparentes; mercado de arrendadores excepcionalmente fuerte en el largo plazo.	Perspectiva de crecimiento estable; los principales mercados muestran una baja volatilidad histórica y una demanda resiliente a lo largo de los ciclos inmobiliarios; factores subyacentes superiores y sostenibles del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital en crecimiento y tasas de vacantes en disminución; cartera muy pequeña de ofertas y suboferta estructural; mercados inmobiliarios altamente líquidos y transparentes; mercado de arrendadores excepcionalmente fuerte en el mediano plazo.	Perspectiva de crecimiento estable; los principales mercados muestran un fuerte potencial de crecimiento y restricciones sobre nuevas ofertas; factores subyacentes excelentes y sostenibles del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital moderadamente en crecimiento y tasas de vacantes en disminución; cartera pequeña de ofertas; mercados inmobiliarios líquidos y transparentes; fuerte mercado de arrendadores.	Perspectiva de crecimiento estable; los principales mercados muestran un sólido potencial de crecimiento y un riesgo bajo a medio de nuevas ofertas; factores subyacentes buenos y sostenibles del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital estables y tasas de vacantes; cartera moderada de ofertas; mercados inmobiliarios razonablemente líquidos y transparentes; mercado de arrendadores en general.	Perspectiva de crecimiento estable o moderadamente débil; los principales mercados muestran un crecimiento lento y un riesgo medio a alto de sobreoferta; factores subyacentes moderados del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital moderadamente en disminución y tasas estables de vacantes; cartera de ofertas en aumento; mercados inmobiliarios algo líquidos y transparentes; balance entre el mercado de arrendatarios y arrendadores.	Perspectiva de crecimiento limitado; los principales mercados muestran un crecimiento limitado y alto riesgo de sobreoferta; factores subyacentes limitados del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital en disminución y tasas de vacantes en aumento; importante cartera de ofertas; mercados inmobiliarios bastante ilíquidos y transparentes; mercado de arrendatarios.	Crecimiento en disminución; los principales mercados muestran un crecimiento limitado o en disminución y volatilidad histórica elevada; factores subyacentes débiles del mercado inmobiliario; récord plurianual de rentas/valores de capital fuertemente en disminución y tasas de vacantes en aumento; cartera de ofertas muy importante; mercados inmobiliarios ilíquidos y opacos; mercado de arrendatarios muy sólido.	Crecimiento persistentemente débil; factores subyacentes deficientes del mercado inmobiliario con una volatilidad histórica significativamente alta; récord plurianual de rentas/valores de capital fuertemente en deterioro y tasas de vacantes rápidamente en aumento; cartera de ofertas extremadamente importante; mercados inmobiliarios altamente ilíquidos y no transparentes; mercado de arrendatarios extremadamente sólido.
APALANCAMIENTO Y COBERTURA	Deuda neta / EBITDA *2	10%	0x → 3x	3x → 6x	6x → 10x	10x → 14x	14x → 18x	18x → 22x	22x → 26x	26x → 30x
	Cobertura de Cargo Fijo *3	10%	20,0x → 6,0x	6,0x → 3,0x	3,0x → 1,7x	1,7x → 1,0x	1,0x → 0,7x	0,7x → 0,5x	0,5x → 0,3x	0,3x → 0,0x
	Deuda / Activos totales*4	15%	20% → 40%	40% → 45%	45% → 50%	50% → 55%	55% → 60%	60% → 65%	65% → 70%	70% → 80%

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
POLÍTICA FINANCIERA	Administración de la liquidez	10%	Niveles extremadamente altos de liquidez interna; acceso inigualable a diferentes fuentes de capital sin necesidad de financiamiento externo para cubrir al menos dos años de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo. Los activos no comprometidos / activos brutos generalmente > el 70%.	Liquidez interna sustancial; y un acceso superior a diferentes fuentes de capital sin necesidad de financiamiento externo para cubrir al menos un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo. Activos no comprometidos / Activos brutos generalmente 50% - 70%.	Considerable liquidez interna; excelente acceso a diferentes fuentes de capital; Necesidad mínima de financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo. Activos no comprometidos / Activos brutos generalmente 40% - 50%.	Liquidez interna suficiente; buen acceso a diferentes fuentes de capital; cierta dependencia de la financiación externa para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo, o distribuciones de dividendos consistentemente superiores a los resultados operativos. Activos no comprometidos / Activos brutos generalmente 30% - 40%.	Liquidez interna adecuada; acceso moderado al capital; cierta dependencia de la financiación externa para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo. Activos no gravados / Activos brutos generalmente 20% - 30%.	Liquidez interna insuficiente; acceso esporádico al capital; debe depender de la financiación externa para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo. Activos no comprometidos / Activos brutos generalmente 10% - 20%.	Liquidez interna insuficiente; acceso limitado al capital; o deben depender de financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo, cuyo acceso es incierto. Activos no comprometidos / Activos brutos generalmente 5% - 10%.	Liquidez interna insuficiente; sin acceso al capital; o deben depender de financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo, cuyo acceso es poco probable o dudoso. Los activos no comprometidos / activos brutos generalmente < el 5%.
	Política Financiera	15%	Se espera tener políticas financieras estables y conservadoras, incluyendo la gestión de riesgos y liquidez. Políticas financieras bien definidas. Historial de adhesión a sus políticas financieras. Básicamente sin riesgo de evento que ocasionaría una transición de la clasificación; compromiso público con un perfil crediticio muy fuerte en el largo plazo. Niveles extremadamente altos de liquidez interna; líneas bancarias disponibles comprometidas y extremadamente confiables; acceso sin precedentes a todas las fuentes de capital público y privado sin necesidad de financiamiento externo para cubrir al menos dos años de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras muy conservadoras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez); mínimo riesgo de evento que ocasionaría una transición de la clasificación; y compromiso público con un perfil crediticio fuerte en el largo plazo. Liquidez interna significativa; líneas bancarias disponibles comprometidas y altamente confiables; acceso superior a todas las fuentes de capital público y privado sin necesidad de financiamiento externo para cubrir al menos un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras predecibles (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que preserven los intereses de los acreedores; si bien existe un riesgo de evento moderado, es probable que el efecto en el apalancamiento sea bajo y temporal; fuerte compromiso con un perfil crediticio sólido. Liquidez interna considerable; líneas bancarias disponibles comprometidas y confiables; excelente acceso a todas las fuentes de capital público y privado; necesidad mínima de financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que equilibren los intereses de los acreedores y los accionistas; existe cierto riesgo de que adquisiciones financiadas con deuda o las distribuciones de dividendos a accionistas generen un perfil crediticio más débil. Liquidez interna suficiente; líneas bancarias comprometidas con amplio colchón para el cumplimiento de las restricciones contractuales (covenants); buen acceso a todas las fuentes de capital público y privado; cierta dependencia del financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que tiendan a favorecer a los accionistas por sobre los acreedores; riesgo financiero por encima del promedio que surge de las distribuciones de dividendos a los accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital. Liquidez interna adecuada; líneas bancarias comprometidas con cierto colchón para el cumplimiento de las restricciones contractuales; acceso moderado a muchas fuentes de capital; cierta dependencia del financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que favorezcan a los accionistas por sobre los acreedores; riesgo financiero alto que surge de las distribuciones de dividendos a los accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital. Liquidez interna insuficiente y líneas bancarias comprometidas; acceso esporádico a muchas fuentes de capital; dependencia del financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que presenten un riesgo elevado de reestructuración de la deuda en diversos entornos económicos. Liquidez interna insuficiente y líneas bancarias comprometidas; acceso limitado al capital; dependencia del financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo, cuyo acceso es incierto.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que presenten un riesgo elevado de reestructuración de la deuda incluso en entornos económicos favorables. Liquidez interna insuficiente y líneas bancarias comprometidas; sin acceso al capital; dependencia del financiamiento externo para cubrir un año de vencimientos de deuda y necesidades de efectivo, cuyo acceso es poco probable o dudoso.

*1 Un valor de 2.500.000 o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 0 o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

*2 Un valor de 0,0x o menor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 30,0x o mayor equivale a una puntuación numérica de 20,5. Si el EBITDA es negativo, entonces la puntuación numérica es 20,5.

*3 Un valor de 20,0x o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 0,0x o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

*4 Un valor de 20% o menor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 80% o mayor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

La puntuación obtenida para cada subfactor cualitativo y la puntuación obtenida a través de la interpolación lineal para cada subfactor numérico se multiplica por el peso de ese subfactor, y los resultados se suman para producir una puntuación numérica agregada. Las puntuaciones numéricas agregadas se asignan a una clasificación indicativa después de la tabla en FIGURA 7. Luego consideramos si el resultado preliminar que resulta de la tarjeta de puntuación debe ser puntuado hacia arriba o hacia abajo de acuerdo con los factores descritos en Otras Consideraciones, apoyo y tipo de instrumento de acuerdo con la metodología.



OTRAS CONSIDERACIONES (hasta +5 o -20 notches)	Historial financiero limitado (-3 a 0 notches)
	Controles financieros y revelaciones (-3 a 0 notches)
	Estrategia del equipo directivo (-3 a 2 notches)
	Riesgos de desarrollo (-3 a 1 notches)
	Diversificación de ingresos por inmuebles o clientes (-2 a 1 notches)
	Diversificación por sectores económicos (-2 a 1 notches)
	Ocupación (-3 a 1 notches)
	Riesgos no asegurados (-2 a 0 notches)
	Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (-3 a 2 notches)
	Indicadores adicionales (-3 a 2 notches)
	Otros (-20 a 2 notches)

SOPORTE	Soporte extraordinario
---------	------------------------

Fuente: ICR

Se podrían realizar más ajustes de clasificación de acuerdo con el tipo de evaluación clasificada por instrumentos o respaldada por afiliados de HoldCo como se describe en la metodología.

FIGURA 7 Resultado indicado por la matriz de clasificación

Clasificación indicativa	Puntos de la matriz de clasificación
AAA.cl	$\leq 1,5$
AA+.cl	$1,5 < x \leq 2,5$
AA.cl	$2,5 < x \leq 3,5$
AA-.cl	$3,5 < x \leq 4,5$
A+.cl	$4,5 < x \leq 5,5$
A.cl	$5,5 < x \leq 6,5$
A-.cl	$6,5 < x \leq 7,5$
BBB+.cl	$7,5 < x \leq 8,5$
BBB.cl	$8,5 < x \leq 9,5$
BBB-.cl	$9,5 < x \leq 10,5$
BB+.cl	$10,5 < x \leq 11,5$
BB.cl	$11,5 < x \leq 12,5$
BB-.cl	$12,5 < x \leq 13,5$
B+.cl	$13,5 < x \leq 14,5$
B.cl	$14,5 < x \leq 15,5$
B-.cl	$15,5 < x \leq 16,5$
CCC+.cl	$16,5 < x \leq 17,5$
CCC.cl	$17,5 < x \leq 18,5$
CCC-.cl	$18,5 < x \leq 19,5$
CC.cl	$19,5 < x \leq 20,5$
C.cl	$> 20,5$

Fuente: ICR

Apéndice B: Escalas de clasificación de ICR

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE LARGO PLAZO

Las clasificaciones de largo plazo de ICR son opiniones sobre la calidad crediticia relativa de los emisores y las obligaciones financieras dentro del país.

FIGURA 8 Escala de clasificación de largo plazo

Escala de clasificación de ICR	Escala de clasificación estándar	Definición
AAA.cl	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.
AA+.cl	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.
AA.cl	AA	
AA-.cl	AA-	
A+.cl	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.
A.cl	A	
A-.cl	A-	
BBB+.cl	BBB+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
BBB.cl	BBB	
BBB-.cl	BBB-	
BB+.cl	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.
BB.cl	BB	
BB-.cl	BB-	
B+.cl	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.
B.cl	B	
B-.cl	B-	
CCC+.cl	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.
CCC.cl		
CCC-.cl		
CC.cl		

C.cl	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.cl	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.

Nota: El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica; ningún modificador indica una clasificación media; y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica.

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE CORTO PLAZO

Las clasificaciones de corto plazo de ICR son opiniones sobre la capacidad de los emisores en Chile, en relación con otros emisores locales, para pagar obligaciones de deuda en un horizonte no superior a 13 meses.

Hay cinco categorías de clasificaciones de corto plazo en escala nacional, las cuales se definen a continuación.

FIGURA 9 Escala de clasificación de corto plazo

Clasificación Escala ICR	Clasificación Escala Estándar	Definición
ML A-1+.cl	N1+	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.
ML A-1.cl	N1	
ML A-2.cl	N2	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.
ML A-3.cl	N3	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.
ML B.cl	N4	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 antes definidos.
ML C.cl		
ML E.cl	N5	Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

RELACIÓN ENTRE LA ESCALAS DE CLASIFICACIÓN DE LARGO Y CORTO PLAZO

El siguiente cuadro muestra la relación entre las clasificaciones de largo plazo y las diferentes clasificaciones de corto plazo cuando esas clasificaciones de largo plazo están disponibles.

FIGURA 10 Relación estándar entre las escalas de clasificación de largo y corto plazo

Clasificación ICR de largo plazo	Clasificación estándar de largo plazo	Clasificación ICR de corto plazo	Clasificación estándar de corto plazo
AAA.cl	AAA		
AA+.cl	AA+	ML A-1+.cl	N1+
AA.cl	AA		
AA-.cl	AA-		
A+.cl	A+		
A.cl	A	ML A-1.cl	N1
A-.cl	A-		
BBB+.cl	BBB+	ML A-2.cl	N2
BBB.cl	BBB		
BBB-.cl	BBB-	ML A-3.cl	N3
BB+.cl	BB+		
BB.cl	BB		
BB-.cl	BB-		
B+.cl	B+		
B.cl	B	ML B.cl	N4
B-.cl	B-		
CCC+.cl			
CCC.cl	C		
CCC-.cl			
CC.cl			
C.cl	D	ML C.cl	
E.cl	E	ML E.cl	N5

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS Y CUOTAS

Las clasificaciones de acciones y cuotas de fondos de inversión de ICR son opiniones relacionadas con la capacidad de un emisor para generar flujo de efectivo, lo que normalmente ayudaría a mantener su dividendo de los títulos accionarios, así como la liquidez comercial de la acción en su mercado principal. Estas clasificaciones proporcionan información adicional para ayudar a los inversores en su proceso de toma de decisiones.

FIGURA 11 Escala de clasificación de títulos accionarios

Clasificación escala ICR	Clasificación Escala Estándar	Definición
1.cl	Primera clase Nivel 1	Títulos accionarios con la mejor combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
2.cl	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.
3.cl	Primera clase Nivel 3	Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
4.cl	Primera clase Nivel 4	Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
5.cl	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	Sin información suficiente	Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

FIGURA 12 Escala de clasificación de cuotas de fondos de inversión

Clasificación escala ICR	Clasificación Escala Estándar	Definición
1.cl	Primera clase Nivel 1	Cuotas con la más alta protección ante pérdidas asociadas y/o mayor probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.
2.cl	Primera clase Nivel 2	Cuotas con muy buena protección ante pérdidas asociadas y/o muy buena probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.
3.cl	Primera clase Nivel 3	Cuotas con buena protección ante pérdidas asociadas y/o buena probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.
4.cl	Primera clase Nivel 4	Cuotas con razonable protección ante pérdidas asociadas y/o probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.
5.cl	Segunda clase	Cuotas con inadecuada protección ante pérdidas asociadas y/o probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.

Las clasificaciones de las cuotas de fondos de inversión que se encuentren en proceso de formación o tengan un periodo de funcionamiento inferior a un año será acompañada por el indicativo “(n)”, denotando que el fondo es nuevo en el mercado.

CLASIFICACIONES DE RIESGO DE CONTRAPARTES

Las clasificaciones de riesgo de contrapartes operativas son opiniones respecto de la capacidad de las entidades de cumplir con pasivos financieros que no constituyen deuda, normalmente con contrapartes no relacionadas, como transacciones con derivados y contratos de venta-recompra. Estas clasificaciones también reflejan las pérdidas financieras esperadas que no cubre el colateral, en caso de incumplimiento de los pasivos. Para mayor claridad, estas clasificaciones no se aplican a compromisos financieros o a otras obligaciones asociadas con bonos garantizados, cartas de crédito, garantías, obligaciones de administración y fiduciario, y otras obligaciones similares que derivan del desempeño de las funciones operativas esenciales de un banco.

CLASIFICACIONES DE EMISOR

Las clasificaciones de emisores son opiniones sobre la capacidad de las entidades para cumplir con las obligaciones de deuda senior no garantizada y otras obligaciones similares. Las clasificaciones de emisor incorporan cualquier apoyo externo significativo que se espera que beneficie a los acreedores no garantizados en general, pero no incorporan acuerdos de soporte (por ejemplo, garantías) que se apliquen solo a determinadas obligaciones financieras senior no garantizadas.

CLASIFICACIONES DE PROGRAMA DE DEUDA DE MEDIANO PLAZO Y CLASIFICACIONES DE DEUDA

ICR asigna clasificaciones de deuda a los programas de deuda de mediano plazo (MTN, por sus siglas en inglés) y a los instrumentos de deuda individuales que ellos emiten (conocidos como emisiones o títulos). Las clasificaciones del programa MTN tienen por objeto reflejar las clasificaciones que podrían asignarse a las emisiones del programa con la prelación de pago especificada (por ejemplo, senior o subordinada).

CLASIFICACIONES INDICATIVAS

Una clasificación indicativa de ICR es una opinión confidencial, no publicada, no monitoreada y de un momento específico sobre las clasificaciones crediticias potenciales de un emisor o de una emisión de deuda propuesta por un emisor que contempla dicha emisión en una fecha futura. Las clasificaciones indicativas no son equivalentes a las clasificaciones crediticias tradicionales de ICR ni las representan. Sin embargo, las clasificaciones indicativas se expresan en la escala de clasificación tradicional de ICR.

SERVICIOS DE EVALUACIÓN DE CLASIFICACIONES

El servicio de evaluación de clasificaciones (RAS, por sus siglas en inglés) es una opinión confidencial, no publicada, no monitoreada y de un momento específico sobre las clasificaciones crediticias potenciales o el impacto potencial en las clasificaciones crediticias asignadas, en uno o más escenarios hipotéticos (definidos a continuación) comunicados por escrito a ICR por una entidad clasificada u otro solicitante. Las evaluaciones de clasificaciones no son equivalentes a



las clasificaciones crediticias tradicionales de ICR ni las representan. Sin embargo, las evaluaciones de clasificaciones se expresan en la escala de clasificación tradicional de ICR. Un escenario es una propuesta de transformación de crédito de una transacción, un proyecto o una emisión de deuda que altera considerablemente el estado actual del emisor (como adquisiciones, cesiones, recompras de acciones, listados, ofertas públicas iniciales y reestructuraciones materiales), o una variación significativamente diferente de dicha transacción, proyecto o emisión de deuda, incluyendo un cambio sustancial del monto total de la deuda en cuestión.

Otros símbolos de clasificación

RETIRADA (RET)

Cuando ICR deja de clasificar una obligación, se utiliza el símbolo RET (Withdrawn, en inglés).

SIN CLASIFICACIÓN (SC)

El símbolo SC (Not Rated, en inglés) es asignado a emisores, obligaciones o programas sin clasificación.

Otras definiciones

DEFINICIÓN DE INCUMPLIMIENTO

La definición de incumplimiento de ICR se aplica únicamente a obligaciones de deuda o similares (por ejemplo, contratos de *swap*). Los siguientes son eventos de incumplimiento de deuda según nuestra definición:

- a. Un pago no realizado o retrasos en el pago de intereses o principal establecidos por contrato (excepto pagos no realizados regularizados dentro de un período de gracia contractualmente permitido), como se define en los contratos de crédito y en los contratos de emisión.
- b. Una declaración de quiebra o administración judicial por parte del emisor de deuda o deudor que probablemente cause falta de pago o retrasos de futuros pagos del servicio de la deuda establecidos por contrato.
- c. La existencia de un canje de deuda forzoso por medio del cual (1) un deudor ofrece a los acreedores una deuda nueva o reestructurada, o un nuevo paquete de títulos, efectivo o activos que representan una menor obligación financiera con relación al compromiso original de la obligación de deuda; y (2) el canje tiene el efecto de permitir que el emisor evite un eventual incumplimiento de pago.
- d. Un cambio en las condiciones de pago de un contrato de crédito o contrato de emisión impuesto por el gobierno soberano que resulte en una reducción de la obligación financiera, como una redenominación forzosa de la moneda (impuesta por el deudor o por



su soberano) o un cambio forzoso en algún otro aspecto del compromiso original, como la indexación o el vencimiento.⁵

Nuestra definición de incumplimiento incluye canjes de deuda forzosos, los cuales capturan eventos crediticios en los que los emisores no cumplen efectivamente con sus obligaciones de servicio de la deuda, pero no presentan quiebra ni caen en falta de pago de intereses o principal. ICR emplea un análisis fundamental que evalúa la probabilidad de incumplimiento en el futuro y considera varios indicadores que analizan la pérdida en relación con el compromiso de pago original, que pueden incluir el rendimiento hasta el vencimiento del canje de deuda.

La definición de incumplimiento de ICR no incluye los llamados “defaults técnicos”, tales como apalancamiento máximo o violaciones mínimas de la cobertura de deuda, salvo que el deudor no subsane las violaciones y no cumpla con la resultante aceleración del vencimiento de la deuda que puede ser necesaria. Para los instrumentos de financiamiento estructurado, los defaults técnicos (como la violación de una prueba de sobrecolateralización u otros eventos de incumplimiento determinados, de acuerdo con la documentación legal del emisor) o la falta de pago temporal de intereses (es decir, menos de doce meses), en el caso de un instrumento cuyos términos permiten el diferimiento de esos pagos junto con las tasas de interés correspondientes (como los títulos pagaderos en especie o títulos PIK) antes de la fecha de vencimiento legal, no constituyen incumplimientos.

También están excluidos los pagos de deudas de largo plazo que no son realizados debido a errores puramente técnicos o administrativos que (1) no están relacionados con la capacidad o la voluntad de efectuar los pagos, y (2) se regularizan en un plazo muy corto (por lo general, de uno a dos días hábiles luego de reconocer el problema técnico o administrativo). Por último, en raras ocasiones y sobre la base de determinados hechos y circunstancias, los pagos no realizados de los acuerdos financieros o demandas pueden ser excluidos si son el resultado de disputas legales sobre la validez de dichas alegaciones.

DEFINICIÓN DE DETERIORO

Un título pierde valor cuando los inversionistas reciben —o esperan recibir casi con total certeza— menos valor del que se esperaría si el deudor no estuviera experimentando dificultades financieras o si estuviera impedido de recibir los pagos por parte de un tercero, incluso si el contrato de emisión o acuerdo contractual no ofrece una solución genuina para el inversionista en presencia de eventos de este tipo, como el derecho a exigir que el deudor entre en concurso mercantil.

La definición de deterioro de ICR es aplicable a obligaciones de deuda o con características de deuda (por ejemplo, contratos de *swap*), además de acciones preferentes y otros títulos híbridos. Se considera que un título ha perdido valor cuando:

- a. se ha producido alguno de los eventos que cumplen con nuestra definición de incumplimiento;

⁵ Además, a diferencia de un impuesto sobre la renta, la imposición de un impuesto por parte de un soberano sobre el pago de un cupón o de principal de una clase específica de instrumentos de deuda del gobierno (aun cuando sea de carácter retroactivo) representará un incumplimiento. La imposición fiscal de los títulos públicos representará un incumplimiento aun si la acción del gobierno estuviera motivada por la equidad u otras consideraciones, más que por la incapacidad o la falta de voluntad de pago.

- b. omisiones contractualmente permitidas del pago de dividendos programados, pagos de intereses o principal sobre acciones preferentes u otros instrumentos híbridos;⁶
- c. depreciaciones (*write-downs*) o canjes forzosos con quita (*impairment distressed exchanges*)⁷ de acciones preferentes u otros instrumentos híbridos debido a problemas financieros en los que (1) la deuda principal de un inversionista es reducida de acuerdo con los términos del contrato de emisión u otro acuerdo vigente,⁸ o (2) un deudor ofrece a los inversionistas un título nuevo o reestructurado, o un nuevo paquete de títulos, efectivo o activos, y el canje tiene el efecto de permitir que el deudor evite una falta de pago contractualmente permitida, como se establece en el punto b. anterior;⁹ d. acciones de clasificación que conduzcan a una clasificación CC o C, lo que señala la casi certera expectativa de un nivel significativo de pérdidas futuras.

El estado de deterioro de un título puede cambiar con el tiempo, ya que pasa de un estado de deterioro a otro de regularización (por ejemplo, si los dividendos preferentes acumulados inicialmente diferidos se pagan en su totalidad) y posiblemente vuelva a su estado de deterioro. Si un título recibe una clasificación superior a CC, el estado de deterioro basado en la cláusula d anterior pasará a ser de regularización. Además, si a un título clasificado en CC o C se le retira su clasificación, y el título se ha pagado en su totalidad sin pérdida, su estado de deterioro pasará a ser de regularización. Cuando un evento de deterioro de financiamiento estructurado ha sido regularizado por completo, consideramos retrospectivamente que no se ha producido ningún deterioro.

PERSPECTIVAS O TENDENCIAS DE CLASIFICACIÓN

Una perspectiva o tendencia de clasificación asignada por ICR es una opinión del probable rumbo de la clasificación de un emisor en el mediano plazo. Las perspectivas o tendencias de clasificación se encuadran dentro de las cuatro categorías siguientes: positiva (POS), negativa (NEG), estable (EST) y en desarrollo (DES). Las perspectivas o tendencias pueden ser asignadas a nivel del emisor o a nivel de la clasificación.

El símbolo REV (clasificación en revisión u observación) se utiliza cuando el emisor tiene una o más clasificaciones en revisión para posible cambio y, por ende, la perspectiva o tendencia designada queda invalidada. El símbolo RET (clasificación retirada) indica que el emisor no tiene clasificaciones vigentes a las cuales aplicar una perspectiva o tendencia. Las perspectivas o tendencias de clasificación no se asignan a todas las entidades clasificadas.

Una perspectiva o tendencia estable indica una baja probabilidad de cambio de la clasificación en el mediano plazo. Una perspectiva o tendencia negativa, positiva o en desarrollo indica una

⁶ En este contexto, el ejercicio de una opción de pago en especie incluida en un título de deuda fundamental constituye un evento de deterioro. De forma similar a los eventos de incumplimiento, los eventos de deterioro excluyen lo siguiente: (1) falta de pago por motivos puramente técnicos o administrativos que no están relacionados con la capacidad o la voluntad de efectuar pagos, y (2) son remediados en un plazo muy corto (normalmente, de uno a dos días hábiles luego de reconocer el problema técnico/administrativo).

⁷ Los canjes forzosos con quita son similares a los canjes forzosos en default (*default distressed exchanges*), salvo que tengan el efecto de evitar un evento de deterioro, en lugar de un incumplimiento.

⁸ Una vez producida una depreciación o *write-down*, es muy inusual que ocurra una recuperación total, en la cual los títulos recuperen sus valores originales; además, en la mayoría de los casos, un *write-down* de principal conduce a una pérdida inmediata y permanente de interés para los inversionistas, dado que disminuye el saldo contra el cual se calculan los intereses.

⁹ Entre los ejemplos de estos deterioros se incluyen conversiones obligatorias de títulos de capital contingente a acciones comunes y *write-downs* obligatorios de otros títulos híbridos que son el resultado directo de las dificultades financieras del deudor.

mayor probabilidad de cambio de la clasificación en el mediano plazo. Un comité de clasificación que asigna una perspectiva o tendencia estable, negativa, positiva o en desarrollo a la clasificación de un emisor también expresa su convicción de que el perfil crediticio del emisor es consistente con el nivel de clasificación correspondiente en aquel momento específico.

REVISIONES DE CLASIFICACIÓN

Una revisión de clasificación indica que una clasificación está en revisión para posible cambio en el corto plazo. Una clasificación puede ser colocada en revisión para el alza o para la baja. Una revisión puede concluir en un alza o una baja de clasificación, o en una confirmación sin cambios en la clasificación. Las clasificaciones en revisión están en la “Lista de clasificaciones en observación” o “En observación” de ICR. Las clasificaciones son colocadas en revisión cuando es posible que haya una acción de clasificación en el corto plazo, pero se necesita más información o un mayor análisis para tomar una decisión respecto de la necesidad de un cambio de clasificación o sobre la magnitud del posible cambio.

CONFIRMACIÓN DE UNA CLASIFICACIÓN

Una confirmación es una declaración pública de que una revisión de clasificación previamente anunciada se ha completado sin cambios en la clasificación.

AFIRMACIÓN DE UNA CLASIFICACIÓN

Una afirmación es una declaración pública de que la clasificación crediticia vigente asignada a un emisor u obligación de deuda, que no está actualmente en revisión, sigue siendo adecuada. Generalmente se emite una afirmación para comunicar la opinión de ICR en torno a que un desarrollo crediticio públicamente visible no tiene un impacto directo en una clasificación pendiente.

CONDICIONES DE AGENCIA DE CLASIFICACIÓN

En determinadas ocasiones, las partes de una transacción optan por incluir cláusulas en los documentos de la transacción que establecen que una de las partes deberá obtener una declaración de una agencia de clasificación de que ciertas acciones, eventos o modificaciones específicas a la estructura o a la documentación de la transacción no resultarán en una baja o retiro de la clasificación vigente mantenida por la agencia de clasificación. ICR hace referencia a tal declaración como “Comentario de la agencia de clasificación” o “RAC”, el cual consiste en una carta u otra comunicación por escrito, como un comunicado de prensa, emitido por la clasificadora tras la solicitud para que se asigne un RAC. La decisión de emitir un RAC queda totalmente a discreción de ICR, e ICR puede optar por no asignar un RAC, incluso si los documentos de la transacción así lo requieren. Cuando ICR opta por emitir un RAC, dicha declaración refleja solamente la opinión de ICR respecto de que la acción, el evento o la modificación en la estructura o la enmienda, de por sí y a partir de ese momento, no resultará en una baja, colocación en revisión para posible baja o retiro de la clasificación vigente de la deuda asignada por ICR. Un RAC no constituye una “confirmación” o “afirmación” de la clasificación ni



deberá interpretarse como “aprobación” o “consentimiento” del RAC en cuestión por parte de ICR.



Información de contacto con atención al cliente

+562 2896 8200

<https://icrchile.cl/contacto/>



LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACIÓN LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.