

Metodología de clasificación de Proyectos de Infraestructura

Fecha: Enero 16, 2026

Introducción

En esta metodología,¹ explicamos nuestro enfoque general para evaluar el riesgo crediticio en proyectos de infraestructuras en Chile, así como para asignar clasificaciones a nivel de emisor e instrumento en este sector.² Definimos los proyectos de infraestructura (proyectos) bajo esta metodología como entidades³ establecidas con un alcance limitado para poseer u operar un activo o grupo de activos distintos bajo una concesión, un contrato de proyecto, una licencia, una arrendamiento o un acuerdo contractual similar. Estos proyectos suelen tener restricciones significativas en la actividad de nuevos negocios, la venta de activos y las fusiones y adquisiciones. Los proyectos clasificados mediante esta metodología pueden financiarse de diversas formas, que van desde una estructura de deuda no garantizada hasta una estructura de deuda de financiamiento de proyectos totalmente garantizada. Cuando existen características estructurales más típicas de una transacción de financiación de proyectos, evaluamos el nivel de reducción de riesgo que estas características proporcionan a los acreedores del proyecto y lo reflejamos en nuestra clasificación.

Los proyectos clasificados mediante esta metodología comprenden diversos tipos de activos, incluyendo infraestructura de transporte como autopistas de peaje, aeropuertos, puertos, proyectos de generación y transmisión de energía, así como plantas de tratamiento de agua y aguas residuales, entre otros. Esta metodología también se aplica a los proyectos que operan bajo un modelo de asociación público-privada (APP) en el que los ingresos se obtienen principalmente de los pagos por disponibilidad basados en el desempeño del proyecto, medido en función de las especificaciones contractuales. Para mayor claridad, cuando una empresa se financia con una estructura de financiamiento de proyectos, se clasifica utilizando esta metodología, al igual que las empresas que poseen una participación en una empresa de

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

² Por favor, consulte la escalas de clasificación en el Apéndice C

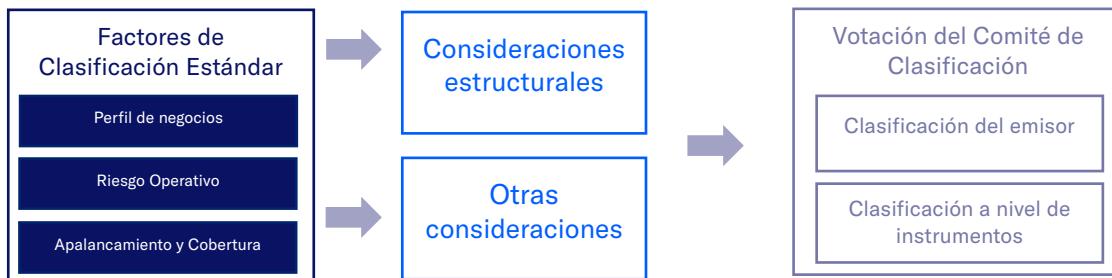
³ Segundo se define en esta metodología, los proyectos son los deudores de la deuda emitida, además de poseer o beneficiarse de los activos que constituyen el proyecto.

proyectos. Las empresas de infraestructura que no son proyectos se clasifican utilizando nuestra metodología para empresas no financieras, que incluye a las empresas que poseen múltiples concesiones y aquellas empresas que poseen participaciones en varias empresas de proyectos.

Las empresas de infraestructuras que no son proyectos se valoran según nuestra metodología para corporaciones no financieras, incluyendo compañías que poseen múltiples concesiones y compañías que poseen participaciones en varias empresas de proyectos⁴.

Analizamos los factores cualitativos y cuantitativos que pueden afectar los resultados de clasificación en este sector. También evaluamos las consideraciones estructurales que constituyen un componente importante del financiamiento de un proyecto y buscan reducir el riesgo crediticio. Asimismo, analizamos otras consideraciones, que son factores cuya importancia crediticia puede variar ampliamente entre los emisores del sector o que pueden ser importantes sólo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de emisores. Asimismo, dado que las clasificaciones son a futuro, solemos incorporar una visión direccional de los riesgos y mitigantes de manera cualitativa.

FIGURA 1 Enfoque general para la clasificación de proyectos de infraestructura



Fuente: ICR

⁴ Consulte las principales diferencias entre los emisores de finanzas corporativas y de financiación de proyectos de infraestructura en el Apéndice B

**ÍNDICE**

Introducción	1
Análisis de los Factores Estándar de Clasificación	4
Perfil de Negocios.....	5
Riesgo operativo.....	7
Apalancamiento y cobertura.....	10
Consideraciones estructurales	15
Otras consideraciones	17
Análisis de Escenarios.....	21
Evaluación de apoyo extraordinario	22
Asignación de clasificaciones a nivel de emisor y a nivel de instrumento	23
Limitaciones generales de la metodología	23
Limitaciones de la matriz de clasificación.....	24
Apéndice A: Matriz de clasificación del ICR	25
Apéndice B: Diferencias típicas entre financiamiento de proyectos y corporativo	31
Apéndice C: Escalas de Clasificación ICR.....	33
Información de contacto de Atención al Cliente.....	41

Análisis de los Factores Estándar de Clasificación

En esta sección, explicamos nuestro enfoque general para evaluar cada factor estándar de clasificación y explicamos por qué es significativo como indicador de la calidad crediticia para los emisores clasificados con esta metodología. Normalmente caracterizamos a cada emisor clasificado bajo esta metodología como un proyecto totalmente contratado o no contratado, con riesgo alto, medio o bajo y tomando en cuenta si su deuda es totalmente amortizable durante el plazo del contrato del proyecto. La designación de un emisor en uno de estos subsectores sirve de base para nuestra evaluación de cada uno de los factores de clasificación.

Consideramos los factores estándar de clasificación que incluyen el perfil de negocios y el riesgo operativo de un emisor, así como su apalancamiento y cobertura. En las secciones siguientes, evaluamos otras consideraciones y la calidad crediticia del comprador del proyecto, cuando existe.

FIGURA 2 Factores Estándar de Clasificación – Proyectos de Infraestructura

Perfil de negocios	Riesgo operativo	Apalancamiento y cobertura
Posición de mercado	Tecnología y desempeño operativo	Indicador de cobertura del servicio de la deuda (DSCR)
Previsibilidad del flujo de efectivo neto	Reinversión de capital	Flujo de efectivo de operaciones (CFO) a deuda ajustada
Perfil de patrocinador / propietario		

Fuente: ICR

Nuestras clasificaciones son a futuro y reflejan nuestras expectativas del desempeño financiero y operativo futuros. Sin embargo, los resultados históricos son útiles para comprender los patrones y las tendencias del desempeño de un proyecto, así como para realizar comparaciones entre pares que puedan fundamentar nuestra visión sobre los pronósticos de largo plazo que subyacen a los indicadores financieros proyectados. Los indicadores financieros utilizados en esta metodología son proyectados normalmente durante la vida de la deuda del proyecto o, en el caso de proyectos con estructuras no amortizables o riesgo de refinanciamiento, durante la vida de la concesión o del contrato. Si bien los subfactores financieros suelen evaluarse utilizando indicadores financieros proyectados, como se describió anteriormente, los factores pueden evaluarse considerando diferentes períodos de tiempo. Por ejemplo, a los comités de clasificación les puede resultar útil desde el punto de vista analítico examinar el desempeño histórico y el esperado en el futuro durante períodos de corto plazo o, en promedio, durante la vida de la deuda.

En los indicadores financieros, tomamos en cuenta en qué medida la información financiera refleja la realidad económica. Cuando esta no refleja completamente los aspectos económicos del financiamiento de un proyecto o infraestructura en particular, podemos hacer ajustes analíticos en los estados financieros para facilitar nuestro análisis.

PERFIL DE NEGOCIOS

Por qué es importante

El perfil de negocios de un proyecto de infraestructura es importante porque influye en gran medida en su capacidad de generar ganancias estables y positivas, además de un flujo de efectivo operativo neto, lo que a su vez mantiene la viabilidad financiera del proyecto y la capacidad de pago de la deuda. Los aspectos principales del perfil de negocios de un proyecto son su posición de mercado y la previsibilidad del flujo de efectivo neto del proyecto.

La posición de mercado y la previsibilidad del flujo de efectivo neto están estrechamente interconectadas porque, en muchos casos, la posición de mercado de un proyecto es un indicador importante de la resiliencia de los ingresos en un futuro previsible. El perfil de negocios de un proyecto normalmente respalda nuestra evaluación de las proyecciones de ganancias y flujos de efectivo y, a menudo, afecta nuestra confianza en los escenarios proyectados, incluyendo la medida en que creemos que los escenarios a la baja podrían diferir de los escenarios más probables.

Sin embargo, la solidez de la posición de mercado y la previsibilidad del flujo de efectivo neto de un proyecto pueden variar. Por ejemplo, un proyecto puede tener una posición de mercado modesta y estar expuesto a una amplia competencia, pero puede tener un flujo de efectivo neto altamente previsible debido a un contrato de compra con disposiciones o incentivos de compra obligatoria para mitigar el riesgo de rescisión anticipada. Por el contrario, un proyecto con una competencia muy limitada puede tener una exposición significativa al volumen en su contrato de compra, y la volatilidad en la demanda del comprador puede exponer al proyecto a un flujo de efectivo muy incierto.

→ POSICIÓN DE MERCADO

La posición de mercado de un proyecto y su estabilidad durante el plazo de la deuda son indicadores importantes de la capacidad de un proyecto para generar ingresos estables y recurrentes basados en la exposición del proyecto a la competencia. Un proyecto con una competencia limitada para el servicio que presta está mejor posicionado que los que están más expuestos a la competencia, y los contratos con precios competitivos en relación con las condiciones del mercado (es decir, el contrato sigue siendo económicamente atractivo para el comprador) tienen menos riesgo de rescisión. En el caso de los proyectos de energía renovable, la posición de mercado está mayormente influenciada por el soporte regulatorio, basado en la fortaleza o debilidad del marco regulatorio.

→ PREVISIBILIDAD DEL FLUJO DE EFECTIVO NETO

La previsibilidad del flujo de efectivo neto durante el plazo de la deuda o de la concesión es un diferenciador importante de los proyectos con perfiles crediticios muy diferentes, incluso si esos proyectos pueden, en el corto plazo, tener indicadores de cobertura del servicio de la deuda similares.

Los proyectos suelen operar dentro de un ámbito limitado de actividad. Los proyectos contratados suelen tener limitaciones en cuanto a su capacidad para ajustar los precios o las tarifas de los usuarios. Por lo tanto, su fortaleza crediticia está estrechamente relacionada con su capacidad, dentro de los términos del contrato, para generar un flujo de efectivo positivo consistente, a fin de cumplir los requerimientos del servicio de la deuda. Para los proyectos no contractuales, la dinámica de la oferta y la demanda en el largo plazo es muy importante para su viabilidad financiera.

Método de evaluación

Al evaluar el perfil de negocios de un proyecto, consideramos cualitativamente su posición de mercado y la previsibilidad de su flujo de efectivo neto.

→ POSICIÓN DE MERCADO

En nuestra evaluación a futuro de la posición de mercado, consideramos algunos aspectos del escenario competitivo de un proyecto y ponemos especial énfasis en la naturaleza de la competencia de cada proyecto, así como en la expectativa de estabilidad de la posición competitiva del proyecto dentro de su mercado durante el plazo de la deuda. La competencia no se limita a la que surge únicamente de activos similares, sino de todos los activos que cumplen la misma función. Por ejemplo, incluso si la energía vendida por un proyecto de generación de energía renovable se compromete en virtud de un contrato de largo plazo, el valor del proyecto para su comprador está directamente relacionado con cuán competitivo es el precio de la energía del proyecto en relación con otras fuentes de energía. En el caso de las autopistas de peaje, normalmente evaluamos el efecto sobre las tendencias de tráfico de las autopistas de peaje de otras carreteras, ya sea con o sin peajes, y otros medios de transporte que son alternativas viables, en función de su distancia con respecto al activo clasificado, así como de su calidad y seguridad.

También consideramos los términos contractuales de los precios en relación con los precios del mercado en un futuro previsible y qué efecto, si lo hubiera, se espera que la rescisión del contrato tenga sobre los ingresos. Asimismo, consideramos la posibilidad de que un proyecto obtenga un contrato de reemplazo con términos similares en caso de rescisión de un contrato.

En el caso de los proyectos de energía renovable, evaluamos la fortaleza y el soporte del marco regulatorio, así como la medida en que está sujeto a cambios durante el plazo de la deuda. Los cambios pueden estar relacionados con incentivos fiscales o preferencias de los consumidores.

→ PREVISIBILIDAD DEL FLUJO DE EFECTIVO NETO

La puntuación de este subfactor se basa en una evaluación cualitativa de la previsibilidad general del futuro flujo de efectivo neto de un proyecto. El flujo de efectivo neto consiste en los ingresos menos los costos operativos, de mantenimiento y de capital requerido. Por lo general, consideramos estos costos durante la vida del proyecto e identificamos cualquier punto clave importante en el que la cobertura del servicio de la deuda sea limitada o cuando, con el tiempo, pueda haber un descalce entre ingresos y gastos.

Evaluamos el posible efecto en el flujo de efectivo neto de la exposición de un proyecto a los riesgos de demanda, volumen, precio y costo durante el plazo de la deuda o durante la vida de la concesión si existe riesgo de refinanciamiento. También consideramos en qué medida un proyecto está expuesto a ciclos económicos, cambios en las preferencias de los usuarios o variabilidad de los resultados. Para los proyectos de generación de energía renovable, un factor crucial de la previsibilidad del flujo de efectivo es la confiabilidad o volatilidad del recurso renovable en relación con los compromisos contractuales de volumen. Los proyectos eólicos, solares e hidroeléctricos son un recurso intermitente, y el volumen de generación de energía y flujo de efectivo está sujeto al riesgo de disponibilidad de recursos. El flujo de efectivo puede ser más o menos volátil dependiendo de la medida en que los emisores estén obligados a resolver eventuales déficits en los compromisos de volumen. Para todos los proyectos, la exposición a riesgos de recontratación o a precios de mercado reduce la previsibilidad del flujo de efectivo.

En el caso de las autopistas de peaje expuestas al riesgo de demanda, el flujo de efectivo es influido por la esencialidad de la carretera; la población, las tendencias demográficas, la fortaleza y la diversidad económica del área de operación; la presencia de rutas competidoras; el perfil del tráfico y su composición, es decir, tráfico de vehículos que se trasladan de casa al trabajo, de esparcimiento y vehículos pesados de larga distancia. El récord histórico de tráfico tarifado de la autopista, o información sobre el tráfico en rutas competitadoras, es una consideración importante.

Las líneas de transmisión y otros proyectos basados en la disponibilidad han tenido tradicionalmente una exposición limitada o nula a los riesgos de volumen o precios, lo que ha dado lugar a un flujo de efectivo más previsible.

En el caso de los proyectos contractuales, tomamos en cuenta la calidad crediticia del comprador, así como la capacidad del proyecto para encontrar un comprador sustituto en caso de ser necesario. Por lo general, consideramos que los proyectos con fuertes compromisos de compra, en los que el comprador debe pagar un importe predeterminado en intervalos predeterminados, independientemente de la prestación o el uso del servicio, tienen una calidad crediticia más fuerte que los proyectos con compromisos contractuales más débiles que exponen al proyecto al riesgo de volumen o precio. Del mismo modo, normalmente consideramos que los proyectos con pagos basados en la disponibilidad, como las APP, donde el comprador paga por el servicio del proyecto siempre que esté disponible, independientemente del número de usuarios, se encuentran en una posición más fuerte que los proyectos que están expuestos a cualquier riesgo de volumen o precio. Además, la previsibilidad del flujo de efectivo neto puede verse afectada por la estructura fija o variable de los costos operativos o por las disposiciones contractuales que permiten trasladar los costos a los compradores, ya sea durante la vida del proyecto o un período más corto.

Subfactores relevantes: Perfil de Negocios

Posición de mercado

Previsibilidad del flujo de efectivo neto

Fuente: ICR

RIESGO OPERATIVO

Por qué es importante

El perfil de riesgo operativo de un proyecto es importante porque el equipo debe estar disponible para que se preste el servicio y se generen ingresos. La capacidad de un proyecto de seguir operando depende en gran medida de su complejidad tecnológica, la vida útil de los equipos fundamentales, así como la necesidad y capacidad de sustituir o actualizar los equipos para que el proyecto tenga resultados acordes. También se considera la experiencia de los patrocinadores, la importancia del proyecto para su estrategia de negocios en general, además de su capacidad y disposición para brindar soporte financiero al proyecto en caso de problemas de desempeño.

→ TECNOLOGÍA Y DESEMPEÑO OPERATIVO

Los problemas tecnológicos que causan la interrupción temporal de un proyecto pueden reducir o afectar el flujo de ingresos. El flujo de efectivo de muchos proyectos depende de un solo activo, ya sea una línea de transmisión o una autopista de peaje, y si la capacidad de generación de ingresos se ve afectada por problemas operativos, no habrá una fuente alternativa de ingresos. En cambio, el proyecto puede depender de la liquidez, ya sea en

forma de reservas operativas o del servicio de la deuda destinadas a cubrir posibles interrupciones operativas. Asimismo, el tiempo de inactividad puede dar lugar a mayores gastos operativos, de capital y otros costos, incluyendo una indemnización por daños al comprador contractual. Un proyecto con un sólido historial operativo por encima de las normas de la industria y costos operativos estables en línea con los promedios del sector suele encontrarse en una posición más fuerte para este subfactor que uno con un historial operativo débil por debajo de las normas de la industria o con un historial de costos operativos extremadamente volátiles.

El historial operativo de un proyecto y la forma en que ha logrado mantener sus operaciones o reiniciarlas tras un tiempo de inactividad inesperado son indicadores importantes de la probable administración y desempeño en el futuro. El nivel de complejidad de un proyecto brinda una indicación importante de la probabilidad de que opere en el nivel requerido. La tecnología y los procesos simples, probados comercialmente, con pocos elementos complejos suelen tener menos probabilidades de experimentar problemas de desempeño en comparación con la tecnología y los procesos complejos o no probados.

→ REINVERSIÓN DE CAPITAL

La reinversión adecuada y oportuna de activos puede ser importante para que un proyecto siga operando. Sin embargo, los trabajos de reinversión de capital que requieren que un activo o una parte de los activos de un proyecto importante esté fuera de operación para realizar actividades de mantenimiento conlleva un mayor riesgo debido a la posible pérdida de ingresos asociada al tiempo de inactividad. Se considera que los nuevos activos con necesidades de reinversión de capital claras y limitadas y, por lo tanto, un impacto operativo mínimo durante el plazo de la deuda o la concesión presentan un menor riesgo operativo. Los proyectos que tienen una reinversión de capital mínima y fácilmente programada para mantener un desempeño operativo sólido se encuentran generalmente en una posición más fuerte para este subfactor que los proyectos que requieren altos niveles de mantenimiento y reinversión de capital. Del mismo modo, los proyectos con suficiente flujo de efectivo para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda o la concesión suelen estar en una posición más fuerte que los proyectos en los que se espera que se emita deuda adicional para financiar las necesidades de capital porque la generación interna de efectivo es insuficiente.

→ PERFIL DE PATROCINADOR / PROPIETARIO

La experiencia del patrocinador/propietario operando el tipo de activo específico en las condiciones que enfrentará el proyecto, su experiencia trabajando en la jurisdicción donde se encuentra el proyecto, su relación con las autoridades regulatorias, entre otros factores, pueden ayudar a tener operaciones más estables, limitar interrupciones y generar costos operativos más estables. El perfil del patrocinador del proyecto también es importante porque puede conducir a una menor o mayor disposición o capacidad para dar soporte financiero al proyecto y garantizar su retorno a los niveles operativos esperados en el menor tiempo posible si surgen problemas de desempeño. Dado que la mayoría de los financiamientos de proyectos son sin recurso, los patrocinadores suelen dar soporte a un proyecto sólo si el hecho de hacer una inversión gradual implica un interés económico. Por ejemplo, si el futuro flujo de efectivo no es suficiente para pagar el servicio de deuda y las distribuciones a los patrocinadores, estos carecerán de incentivo económico para brindar asistencia en forma de inyecciones de capital. Los proyectos con patrocinadores con un sólido perfil crediticio y un fuerte incentivo para dar soporte generalmente se encuentran en una mejor posición en este subfactor que los proyectos con patrocinadores con un perfil

crediticio débil y un incentivo económico o recursos financieros limitados para apoyar su inversión en caso de necesidad, particularmente en escenarios de mayor estrés.

Método de evaluación

Al evaluar el perfil de riesgo operativo, tomamos en cuenta la tecnología y el desempeño operativo, la naturaleza de la reinversión de capital necesaria para mantener la normalidad de las operaciones, así como la experiencia y el perfil financiero del proyecto en sí o del patrocinador/propietario del proyecto.

→ TECNOLOGÍA Y DESEMPEÑO OPERATIVO

Evaluamos este subfactor cualitativamente basándonos en una evaluación de la complejidad tecnológica relativa, si la tecnología está probada comercialmente y si se utiliza comúnmente en el sector.

Consideramos la medida en que la tecnología y los procesos de un proyecto están probados y testeados comercialmente, así como el alcance de cualquier tecnología y proceso no probado. También consideramos la complejidad de las operaciones y si las habilidades requeridas para operar y mantener los activos del proyecto alcanzan el estándar de la industria o se requieren habilidades especializadas superiores al estándar.

Nuestra evaluación se refiere a un conjunto de tecnologías utilizadas en los subsectores de infraestructura clasificados mediante esta metodología, que pueden abarcar desde infraestructura con bajo riesgo tecnológico, como autopistas de peaje y líneas de transmisión de baja tensión, hasta instalaciones con tecnología más compleja, como plantas de tratamiento de agua basado en procesos químicos que utilizan equipos más complejos, o proyectos extremadamente complejos, como centrales nucleares. Si bien la mayoría de los proyectos pueden utilizar tecnologías probadas, puede ser necesario un mayor nivel de pericia y experiencia específica para operar los tipos de activos más complejos, y normalmente consideramos el nivel de complejidad que representa una tecnología para la aplicación específica del emisor, además de su complejidad relativa dentro del sector.

Cuando la tecnología es nueva o no se ha probado, solemos hacer una evaluación del probable desempeño del proyecto tomando en cuenta el soporte proporcionado por el fabricante del equipo, los períodos de garantía, la experiencia del operador y los tipos de acuerdos de servicios que pueden mitigar el riesgo de fallas de desempeño. En estos casos, solemos emplear un análisis de escenarios adversos.

Al evaluar este subfactor, también consideramos el historial operativo de un proyecto, si está disponible, y cómo se compara con la norma de la industria. También tomamos en cuenta el contrato de operación y mantenimiento, si lo hay, la estabilidad de los costos operativos del proyecto y si están en línea con los promedios de la industria.

→ REINVERSIÓN DE CAPITAL

En nuestra evaluación cualitativa de las necesidades de reinversión de un proyecto, consideramos el nivel de reinversión de capital y mantenimiento necesarios para mantener un desempeño operativo normal o cumplir con los estándares contractuales de desempeño operativo. También consideramos si el flujo de efectivo interno esperado del proyecto es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda del proyecto. Si el flujo de efectivo interno esperado (tomando en cuenta todos los demás usos, incluyendo las distribuciones) es insuficiente para financiar todas las necesidades de capital del proyecto, consideramos la cantidad de deuda adicional que se espera emitir para estos fines.

→ PERFIL DE PATROCINADOR / PROPIETARIO

Evaluamos cualitativamente la experiencia del patrocinador o propietario en el sector, así como su capacidad y disposición para dar soporte financiero al proyecto en caso de problemas de desempeño. Nuestra evaluación se centra tanto en el desempeño del proyecto como de las otras compañías y proyectos de infraestructura del patrocinador o propietario, además de la importancia del proyecto para la estrategia de negocios general del patrocinador o propietario. También consideramos la fortaleza financiera del patrocinador o propietario, así como sus incentivos económicos generales, para formar una opinión de su nivel de compromiso y de la probabilidad de que brinde soporte financiero u operativo al proyecto, en caso de ser necesario.

Al evaluar los incentivos económicos para dar soporte al proyecto, normalmente consideramos las futuras distribuciones esperadas a los patrocinadores o propietarios o, cuando corresponda, el valor de mercado del proyecto o compañía relación con su deuda. En general, consideramos que un proyecto es estratégico solo en la medida en que proporciona valor económico, y es más probable que un patrocinador o propietario brinde soporte financiero a un proyecto o empresa con mayor valor económico.

Al considerar el perfil de un patrocinador o propietario, también hacemos una distinción entre inversionistas estratégicos y financieros. En general, consideramos que los inversionistas estratégicos normalmente tienen un horizonte de inversión de más largo plazo frente a los inversionistas financieros. Debido al horizonte temporal prolongado, es más probable que los inversionistas estratégicos protejan su inversión en un proyecto en caso de necesidad, siempre que perciban valor económico.

Cuando esté disponible, normalmente consideramos el historial de soporte financiero al proyecto o a compañías similares en el grupo del patrocinador/propietario.

Subfactores relevantes: Riesgo operativo

Tecnología y desempeño operativo

Reinversión de capital

Perfil de patrocinador/propietario

Fuente: ICR

APALANCIAMIENTO Y COBERTURA

Por qué es importante

Las medidas de apalancamiento y cobertura son indicadores fundamentales de la capacidad de un proyecto para adaptarse a los cambios en el entorno económico y empresarial en el que opera y, en consecuencia, de la flexibilidad financiera y la viabilidad de largo plazo de un proyecto. Los proyectos que no son totalmente contractuales tienen una exposición mucho mayor a los cambios en las condiciones del mercado y, por lo general, tienen menos capacidad para mantener un apalancamiento elevado. Un fuerte indicador de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) y un bajo apalancamiento suelen indicar un mayor grado de tolerancia a las variaciones ocasionales del desempeño operativo. En general, un fuerte DSCR y niveles de deuda manejables también le ofrecen un mayor incentivo económico a un patrocinador/propietario para brindar soporte financiero en caso de necesidad.

El perfil de riesgo de negocio y operativo del proyecto influye en gran medida en la probabilidad de experimentar alteraciones o variabilidad del flujo de efectivo. Para dos proyectos de infraestructura con distintos perfiles de riesgo de negocios y operativo, un indicador similar de cobertura del servicio de la deuda o de apalancamiento no suele indicar la misma capacidad para abordar los riesgos que enfrentan. Por ejemplo, un proyecto puede ser un monopolio sin riesgo de volumen y precio, con flujos de efectivo muy ciertos, mientras que otro puede operar en un entorno muy competitivo, con flujos de efectivo volátiles. Este último proyecto normalmente necesitaría mantener un apalancamiento considerablemente inferior y una mayor cobertura del servicio de la deuda para equilibrar el aumento del riesgo de volatilidad del flujo de efectivo.

Método de evaluación

Al evaluar el apalancamiento y la cobertura de un proyecto, primero lo catalogamos de acuerdo con su perfil de riesgo (alto, medio, bajo) y luego evaluamos el DSCR. En el caso de los proyectos cuya deuda no es totalmente amortizable o no es totalmente contractual, también evaluamos el indicador del flujo de efectivo de operaciones (CFO, por sus siglas en inglés) a deuda ajustada.

→ PERFIL DE RIESGO

En nuestra evaluación del perfil de riesgo, consideramos los ingresos contractuales y no contractuales de un proyecto, la tecnología, la experiencia y el historial del patrocinador/propietario, así como el nivel de reinversión de capital necesario durante el plazo de la deuda.

FIGURA 3 Categorías de Perfil de Riesgo Fundamental

Perfil de riesgo	
Riesgo bajo	Los ingresos contractuales tienen un riesgo limitado de volumen y precios. La tecnología es simple, de fácil comprensión y probada. Es necesaria una inversión de capital limitada durante el plazo de la deuda.
Riesgo medio	Los ingresos contractuales pueden tener cierta variabilidad por exposición al volumen o precios, o al riesgo de recursos renovables. Los riesgos de desempeño operativo son manejables. También puede clasificarse como riesgo medio si los ingresos tienen un riesgo limitado de volumen o precios, pero si la tecnología es algo compleja, o si se necesita una reinversión de capital constante para mantener operaciones sólidas.
Riesgo alto	Los ingresos son en su mayoría no contractuales, o los ingresos contractuales están expuestos casi en su totalidad a la demanda del mercado (es decir, alta exposición al riesgo de precios), o el proyecto tiene un perfil operativo complejo y altos requerimientos de reinversión de capital para garantizar un desempeño adecuado.

Fuente: ICR

Normalmente esperamos que el perfil de riesgo fundamental de un proyecto se mantenga igual durante la vida de la deuda, ya que está relacionado con las características que se espera que sean duraderas, como la asignación contractual del riesgo o una ventaja del mercado reafirmada por barreras de entrada estructurales. Sin embargo, en algunas circunstancias, el perfil de riesgo podría cambiar. Por ejemplo, una contraparte importante del contrato podría experimentar estrés financiero y dar lugar a la rescisión del contrato, o un cambio en la legislación o regulación podría alterar el escenario competitivo y originar una reclasificación del riesgo del proyecto de una categoría a otra. Cuando consideramos que el perfil de riesgo tiene aspectos relacionados con dos categorías, evaluamos los indicadores

de apalancamiento y cobertura en función de la categoría de riesgo del proyecto que mejor se ajusta a las características generales del proyecto.

→ ESCENARIOS DE PROYECCIÓN Y PERÍODO PERTINENTE

En general, el enfoque de nuestra evaluación de los indicadores de apalancamiento y cobertura de los proyectos es a futuro. Generalmente utilizamos proyecciones de flujo de efectivo basadas en nuestra propia evaluación de las sensibilidades y parámetros financieros y operativos más probables. También solemos considerar una serie de escenarios adversos o de sensibilidades para probar la resiliencia del flujo de efectivo del proyecto. Nuestro escenario central y de sensibilidades puede basarse en consultores técnicos o de mercado independientes, y puede diferir de las proyecciones del propietario o del patrocinador. Para los proyectos con historial, el desempeño histórico en general tiene una fuerte influencia en nuestra visión de los resultados futuros probables, a menos que haya un cambio sustancial en los parámetros operativos del proyecto o la dinámica del mercado. Como consecuencia, los resultados históricos se encuentran entre los factores que pueden provocar cambios en nuestro escenario central y en los escenarios adversos o de sensibilidades a lo largo del tiempo.

Los indicadores de apalancamiento y cobertura y se calculan de manera prospectiva para el período de proyección pertinente. Para los proyectos totalmente amortizables, el período de proyección pertinente suele ser a futuro durante la vida de la deuda. Para los proyectos no amortizables, el período pertinente de proyección a futuro se extiende durante toda la vida esperada de la deuda del proyecto, incluyendo los períodos de refinaciamiento.

Normalmente, el período pertinente no supera la vida del contrato o de la concesión, a menos que el proyecto tenga la capacidad de generar un importante flujo de efectivo después del período de concesión.

→ ESCENARIOS DE PROYECCIÓN PARA PROYECTOS DE ENERGÍAS RENOVABLES

Por lo general, consideramos escenarios de probabilidad en el rango de P50 a P99⁵ establecidos por técnicas de modelo estadístico para el recurso de energía renovable. La selección del escenario de probabilidad que se utiliza en nuestro escenario base del proyecto normalmente se basa en diversas consideraciones, como la presencia (o ausencia) y la calidad de los datos operativos históricos, el historial del equipo y la tecnología que usó el proyecto, los datos específicos del sitio, así como el historial y el enfoque metodológico del consultor del recurso.

Cuando existen datos operativos significativos, estos suelen ser el factor principal de nuestros escenarios base, a menos que las operaciones del proyecto estén experimentando

⁵ Dada la variabilidad natural del recurso natural (por ejemplo, las velocidades del viento) y los diversos factores de pérdida, la cantidad esperada de generación de energía durante un período determinado puede caracterizarse por una distribución de probabilidad desarrollada a partir de datos de apoyo utilizando técnicas establecidas de modelo estadístico. Nuestra expectativa de la capacidad de los proyectos eólicos, solares o hidroeléctricos de generar ingresos suficientes para pagar la deuda depende en gran medida de la confianza en que la producción de energía del proyecto cumplirá o superará cierto nivel del modelo. El P90 se refiere al percentil 90, lo que significa que, según el asesor técnico, existe un 90% de probabilidad de que la producción de energía del proyecto cumpla o supere este nivel, y un 10% de probabilidad de que la producción de energía sea inferior a este nivel. Existe una distinción entre un nivel P de un año y un nivel P de 10 años. El P90 de un año es más conservador y representa un caso en el que, en un año determinado, el asesor técnico atribuye un 90% de probabilidad de que la producción real cumplirá o superará la cantidad del modelo (y un 10% de probabilidad de que sea inferior). En un escenario P90 de 10 años, la producción promedio anual de energía durante un período de 10 años tiene un 90% de probabilidad de superar las proyecciones, con una menor probabilidad de alcanzar ese nivel en un año determinado. Normalmente consideramos diversos escenarios y podemos diferir con respecto a la siguiente guía en función de consideraciones específicas del proyecto. Por ejemplo, podemos considerar el historial del asesor técnico en cuanto a la estimación de proyectos en esa región, la solidez de los datos disponibles o el nivel general de competencia entre los asesores técnicos para obtener mandatos de recursos renovables

un cambio sustancial. Al evaluar el historial, solemos considerar el nivel y la estabilidad demostrados, en términos interanuales y a lo largo del tiempo, tanto del recurso como de la producción del proyecto.

Los proyectos de energía solar fotovoltaica han demostrado una producción interanual más estable que otros proyectos de energía renovable, y la diferencia en la producción relacionada con los escenarios P90 y P50 suele ser bastante pequeña. Como resultado, el escenario base de probabilidad considerado para los proyectos solares podría estar en el nivel P50, incluso para los proyectos nuevos. Cuando existe tecnología probada de fabricantes confiables y un sólido historial de recurso solar en la región, podemos utilizar como base un escenario P50 o cercano a P50. Sin embargo, cuando el recurso muestra volatilidad (que puede indicarse mediante una mayor diferenciación entre los escenarios P50 y P90 del consultor), es más probable que utilicemos un escenario P90 como base.

Para los proyectos eólicos nuevos, normalmente usaríamos un escenario base P90 de un año para proyectos eólicos diversificados⁶ y un escenario base P95 o P99 de un año para proyectos no diversificados. Por lo general, también usaríamos un escenario base P90 para los proyectos hidroeléctricos. En algunos casos, podemos utilizar como base un escenario de nivel P inferior o un escenario basado en un nivel P promedio durante un período un poco más prolongado si los datos del recurso eólico/hidroeléctrico son sólidos⁷ y muestran baja volatilidad.

Para todo tipo de proyectos de energía renovable, nuevos y en operación, el escenario base de probabilidad puede ser P90 o superior para los proyectos donde la volatilidad proyectada o experimentada es alta, la tecnología o el equipo están menos probados, los datos que respaldan las proyecciones del consultor de recursos renovables son limitados o inconsistentes, o el historial operativo no admite un escenario de nivel P inferior.

→ INDICADOR DE COBERTURA DEL SERVICIO DE LA DEUDA (DSCR)

El numerador es el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda, que comprende el flujo de efectivo operativo (después de impuestos y cambios en el capital de trabajo, pero antes de gastos financieros) menos los gastos de capital para mantenimiento más o menos las transferencias programadas hacia o desde las reservas para mantenimiento mayor y otras cuentas de reserva que pudiera tener la estructura de la transacción, excluyendo las reservas para el servicio de la deuda.

El denominador varía dependiendo del perfil de amortización del proyecto.

Para los proyectos totalmente amortizables, el pago programado de intereses y principal es el pago en efectivo de intereses y principal ya efectuado o que debe efectuarse en el período pertinente, como se define en la documentación de los bonos del proyecto o en el contrato de crédito del proyecto, excluyendo las transferencias automáticas en efectivo. Esta métrica se basa principalmente en el DSCR promedio anual, calculado o estimado anualmente, para el período de proyección pertinente. Dado las estructuras de financiamiento de proyectos e infraestructura cubiertas por esta metodología pueden abarcar un amplio rango de estructuras financieras y tipos de proyectos, el DSCR proyectado también puede basarse en

⁶ Los proyectos eólicos diversificados tienen parques eólicos en varios regímenes de viento no correlacionados.

⁷ Los datos sólidos suelen incluir datos específicos del sitio, así como un largo historial de datos confiables de estaciones meteorológicas cercanas.

el DSCR mínimo anual proyectado⁸, o bien en el DSCR promedio anual y considerar el mínimo, o viceversa.

Para los proyectos no amortizables, utilizamos una versión modificada del DSCR (es decir, el DSCR ajustado), considerando un pago teórico de la anualidad del servicio de la deuda en el denominador, que comprende los intereses y el principal necesarios para pagar la deuda insoluto durante la vida de la concesión (para proyectos basados en concesiones) o la vida útil económica esperada del activo. La anualidad del servicio de la deuda se calcula utilizando una fórmula estándar del valor actual (PV, por sus siglas en inglés) de un pago de anualidad. En otras palabras, suponemos que: (1) el servicio de la deuda anual es una cifra constante, (2) las tasas de interés son constantes, y (3) el monto total de la deuda insoluto al final del año fiscal (esto es, el valor presente de pagos futuros al día de hoy) se paga en su totalidad durante la vida de la concesión o la vida útil económica esperada.

Algunos proyectos tienen contratos de compra inequívocos que le permiten al proyecto recuperar todos los gastos operativos, de capital y el servicio de la deuda del comprador de manera oportuna durante la vida del contrato. En estos casos, el DSCR suele ser superior pero cercano a 1.0x, y la calidad crediticia del comprador suele ser uno de los factores más significativos del perfil de riesgo fundamental del proyecto.

→ EFECTIVO OPERATIVO A DEUDA AJUSTADA

El numerador es el efectivo operativo (CFO), que se calcula o estima como el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda (como se definió anteriormente), menos el pago de intereses.

El denominador es la deuda total insoluto al final del período de 12 meses que se está evaluando, ajustada para incluir otros pasivos tipo deuda que devengan intereses y tienen un calendario de amortización claramente definido, como arrendamientos fuera de balance, pagos fijos de las cuotas de la concesión, impuestos refinanciados o préstamos intercompañía.

En el caso de los proyectos totalmente contractuales, este indicador se evalúa en función del CFO promedio anual proyectado a deuda ajustada⁹ durante el período pertinente, pero puede evaluarse sobre la base del indicador mínimo anual proyectado, o bien puede basarse principalmente en el promedio y considerar el mínimo, o viceversa.

Para los proyectos que dependen principalmente del flujo de efectivo neto no contractual, nuestro enfoque se basa principalmente en el CFO mínimo anual proyectado/deuda. El CFO promedio anual proyectado/deuda puede no reflejar el riesgo intrínseco del proyecto, ya que el flujo de efectivo puede ser muy volátil durante el plazo de la deuda. En estos casos, nuestra evaluación del nivel apropiado de CFO/deuda utilizado para asignar puntuaciones a este subfactor también se basaría en la estabilidad/variabilidad esperada del CFO/deuda y una comparación del CFO promedio anual y mínimo anual/deuda durante el período pertinente.

⁸ Los DSCR mínimos son más pertinentes cuando podrían mantenerse durante más de un solo período o cuando la volatilidad del flujo de efectivo es tal que resulta incierto el tiempo en que podría durar un período de estrés. En un proyecto contractual, un DSCR de un solo punto clave puede ser menos relevante, especialmente si las reservas para el servicio de la deuda son suficientes.

⁹ El CFO a deuda para el período relevante se calcula tomando la suma de cada CFO anual de ese período y dividiéndola por la suma de la deuda total ajustada al final de cada período.

Métricas relevantes: Apalancamiento y cobertura

Indicador de cobertura del servicio de la deuda para proyectos totalmente amortizables: (flujo de efectivo operativo después de impuestos y cambios en el capital de trabajo, pero antes de gastos financieros - gastos de capital para mantenimiento mayor +/- transferencias desde las reservas para mantenimiento mayor y otras cuentas de reserva, excluyendo las reservas para el servicio de la deuda) / pagos programados de intereses y principal.

Indicador de cobertura del servicio de la deuda ajustado para proyectos no amortizables: (flujo de efectivo operativo después de impuestos y cambios en el capital de trabajo, pero antes de gastos financieros - gastos de capital para mantenimiento mayor +/- transferencias desde las reservas para mantenimiento mayor y otras cuentas de reserva, excluyendo las reservas para el servicio de la deuda) / anualidad del servicio de la deuda¹⁰.

Efectivo operativo a deuda ajustada: flujo de efectivo operativo después de impuestos y cambios en el capital de trabajo, incluyendo los gastos de intereses, menos los gastos de capital de mantenimiento mayor +/- transferencias de las reservas para mantenimiento mayor y otras cuentas de reserva, excluyendo las reservas para el servicio de la deuda / deuda total ajustada.

Fuente: ICR

Consideraciones estructurales

Según esta metodología, la estructura financiera base es una estructura corporativa estándar no garantizada. Cuando las características estructurales más habituales de una transacción de financiamiento de proyectos están presentes, evaluamos el nivel de reducción de riesgo que le proporcionan a un proyecto y lo reflejamos en nuestra clasificación. Podemos considerar que el riesgo aumenta cuando la liquidez está por debajo de los estándares del mercado o si la estructura está subordinada.

A continuación, se presentan algunos ejemplos de las consideraciones estructurales que pueden verse reflejadas en las clasificaciones.

Características estructurales y liquidez

Las características de la estructura de un proyecto implican controles importantes sobre el emisor y otorgan derechos a los acreedores que pueden ayudar a reducir el riesgo de incumplimiento o disminuir la severidad de la pérdida. Los emisores de financiamiento de proyectos, que son entidades con fines específicos (SPE, por sus siglas en inglés) con financiamiento de proyectos sin recurso y un fin comercial limitado, tienen características estructurales estándares, como un paquete de garantía estándar para el acreedor sobre todos los contratos y activos principales del proyecto; una cascada de flujo de efectivo para las cuentas gestionadas por el administrador; límites sobre nuevas deudas, inversiones y cambio de control; limitaciones sobre la distribución de flujo de efectivo excedente; derechos de intervención para acreedores y garantías prendarias, y un nivel adecuado de protección de la deuda del proyecto, entre otros. Asimismo, el requisito de pago por rescisión del contrato del proyecto también puede fortalecer la calidad crediticia del proyecto si el pago exigido es suficiente para cubrir y cancelar toda la deuda insolvente y es efectuado por una contraparte solvente.

La liquidez es un indicador importante de la capacidad de un proyecto de soportar interrupciones periódicas de los ingresos debido a circunstancias imprevistas, incluyendo cuestiones operativas y de desempeño. El tipo de liquidez de un proyecto, por ejemplo, una

¹⁰ La fórmula para el pago de la anualidad del servicio de la deuda es: ((deuda de corto plazo + deuda de largo plazo, bruta) x tasa de descuento) / (1 - (1/1 + tasa de descuento)^{vida restante de la concesión}). La tasa de descuento utilizada suele ser (1) el costo real de la deuda de la empresa, si se fija en gran medida durante la vida de la concesión, o (2) un supuesto del costo promedio de la deuda de largo plazo para la categoría de calificación del emisor.

reserva para el servicio de la deuda (DSR, por sus siglas en inglés) financiada con efectivo o respaldada por una carta de crédito o una fianza de caución, así como el tamaño, la calidad y los términos de la DSR, incluyendo la calidad crediticia del proveedor de la carta de crédito o de la fianza, proporcionan una indicación importante del acceso de un proyecto a los fondos.

La liquidez comprometida suele estar inmediatamente disponible para un proyecto a partir de fuentes que incluyen reservas para el servicio de la deuda, reservas para mantenimiento mayor, reservas operativas o similares, y líneas comprometidas de capital de trabajo u otras formas de liquidez complementaria. Al evaluar el acceso de un proyecto a la liquidez, normalmente consideramos si la liquidez es accesible a demanda y si incrementa la deuda del proyecto cuando se accede a ella.

La liquidez estándar de los proyectos depende de la posible volatilidad del flujo de efectivo de un proyecto. Una DSR de seis meses es una característica de liquidez estándar para un financiamiento de proyectos totalmente contractual y amortizable. Además, en una estructura de financiamiento de proyectos, se esperaría que un proyecto con un perfil de mantenimiento variable y capacidad limitada para recuperar los costos en el período en que se incurren tuviera una reserva para mantenimiento mayor como característica estándar. Una reserva para mantenimiento mayor y una reserva operativa también pueden ser necesarias para proyectos con nuevas tecnologías o necesidades inciertas durante el ciclo de vida útil.

En términos más generales, la liquidez puede ser crucial para las clasificaciones, ya que una liquidez débil aumenta otros riesgos que deben enfrentar las compañías. Normalmente analizamos los posibles requerimientos de liquidez de corto plazo desde la perspectiva de ambas fuentes y usos de efectivo, y también podemos considerar la forma en que los escenarios de estrés pueden afectar la liquidez de una compañía. Para la mayoría de los emisores de infraestructura corporativa, una liquidez fuerte no aumenta la clasificación, pero una liquidez débil podría disminuirla.

En algunos subsectores de infraestructura, la estacionalidad es un factor importante que determina la demanda de los clientes y puede generar cambios en los balances de efectivo y las posiciones de capital de trabajo de los emisores, aumentando sus necesidades de liquidez. Una mayor volatilidad da menos lugar a errores para cumplir con la demanda de los clientes o la ejecución operativa.

Riesgo de refinanciamiento

Un proyecto que requiere que cualquier deuda insoluta sea refinaciada en su fecha de vencimiento contractual presenta un riesgo crediticio mayor debido a la incertidumbre en torno a la disponibilidad de crédito en el futuro y a la capacidad del emisor para obtener condiciones crediticias favorables, incluyendo tasas de interés y diferenciales. El riesgo de refinanciamiento es influido por el tamaño, el momento y el perfil de la necesidad de refinanciamiento en relación con la certeza de flujo de efectivo en el futuro. El riesgo de refinanciamiento también se ve afectado por los mitigantes de riesgo del emisor, como reservas de liquidez, transferencias automáticas de efectivo, coberturas de tasa de interés de largo plazo, condiciones crediticias del mercado y apetito por el tipo de proyecto. El refinanciamiento de un proyecto bajo diferentes condiciones crediticias también puede afectar sus indicadores de apalancamiento y cobertura. El riesgo de refinanciamiento es especialmente pronunciado para los proyectos que pueden estar experimentando problemas tales como dificultades operativas, litigios contractuales, debilidad de las contrapartes o cambios en la dinámica del mercado, y para aquellos que se acercan al final de su concesión.

Riesgo de comprador

Una consideración importante para la mayoría de los financiamientos de proyectos contractuales es la calidad crediticia del comprador (o contraparte). El nivel de dependencia del comprador está relacionado con la dificultad que tendrá el proyecto para encontrar un contrato de reemplazo con términos considerablemente similares.

Muchos proyectos totalmente contractuales cumplen una necesidad específica del comprador, y pueden ser menos valiosos para otros compradores potenciales, de modo tal que el contrato podría no ser reemplazado fácilmente bajo los mismos términos. En estos casos, la dependencia que se tiene del comprador es alta, y su perfil crediticio normalmente actúa como techo para la clasificación del proyecto. Sin embargo, podría haber cierta desvinculación si un comprador experimenta estrés, cuando hay información específica del caso. Por ejemplo, podemos tener una mejor visión de la probabilidad de que los pagos del comprador continúen en un escenario de quiebra, o las implicancias de recuperación para el proyecto si se vendieran sus productos o servicios en un mercado competitivo.

Si el comprador reemplazante está fácilmente disponible o el proyecto no es contractual, la dependencia del comprador es baja. Cuando el comprador del proyecto está regulado y proporciona un servicio esencial a un grupo de clientes finales, como una empresa regulada de servicios públicos, nuestra opinión sobre el riesgo del comprador puede considerar la probabilidad de soporte regulatorio para la producción del proyecto como mitigante de la calidad crediticia débil o desconocida del comprador real.

Por lo general, se considera que los proyectos de energía eléctrica con contratos regulados en Chile tienen baja dependencia al comprador ya que es energía que se vende al sistema eléctrico, por otro lado, hay licitaciones privadas de suministro (usualmente de compañías mineras) en la que todos los flujos contratados dependen de un comprador (la compañía minera). La dependencia está limitada por varios factores típicos de estos proyectos, que incluyen una cartera de compradores normalmente grande y diversificada, y la facilidad de sustituir a la compañía de distribución, si es necesario, debido a la naturaleza interconectada del sistema y a la responsabilidad del regulador de garantizar la continuidad del servicio y el equilibrio financiero del sistema. Además, se espera que estos proyectos puedan vender su energía en el mercado al contado hasta asegurar un nuevo contrato.

Cuando existe una diversificación muy grande de la base de usuarios, por ejemplo, una autopista de peaje, nuestra evaluación también puede incluir consideraciones relacionadas con los riesgos sistémicos y la medida en que los clientes finales están expuestos a tendencias económicas regionales similares, consideraciones regulatorias y fiscales.

Otras consideraciones

Al asignar una clasificación, podemos incluir otras consideraciones que no se encuentran en los factores estándares de clasificación descritos anteriormente. Algunas de estas consideraciones pueden ser importantes para todos los emisores, mientras que otras pueden ser importantes solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de emisores.

A continuación, se presentan algunos ejemplos de las consideraciones que pueden verse reflejadas en las clasificaciones.

Otros riesgos de contraparte

Una consideración clave para todo financiamiento de proyectos es la medida en que un proyecto está expuesto al riesgo de contraparte. El rápido deterioro de la posición financiera de la contraparte clave de un proyecto puede afectar negativamente al flujo de efectivo del proyecto. Un proyecto también puede estar expuesto a terceros cuando un contrato importante contiene disposiciones de rescisión basadas en acciones, inacciones o quiebra del patrocinador o sus afiliadas.

Una protección contractual insuficiente también puede debilitar la resiliencia de un proyecto a eventos adversos. Por ejemplo, cuando las protecciones clave del seguro son limitadas, nulas o tienen un período de deducible prolongado antes de que el proyecto pueda recibir pagos por interrupción del negocio, un proyecto dependerá completamente de sus reservas y del soporte del patrocinador hasta que pueda generar flujo de efectivo.

Otros riesgos de contraparte para un proyecto contractual incluyen la potencial pérdida o rescisión de los contratos de suministro, combustible o cobertura, una póliza de seguros, o contratos de construcción u operación.

Estrategia del equipo directivo

La calidad del equipo directivo del emisor de infraestructura corporativa o del patrocinador de un proyecto es un factor importante que da soporte a la fortaleza crediticia. Evaluar la ejecución de los planes de negocio a lo largo del tiempo puede resultar útil para analizar las estrategias, las políticas y las filosofías de negocio del equipo directivo, además de medir su desempeño frente al de los competidores y nuestras proyecciones. El historial del equipo directivo de seguir los planes establecidos, los compromisos y las normas brinda una perspectiva del probable desempeño del equipo directivo en el futuro, incluyendo situaciones de estrés.

Controles financieros, divulgación de información y asesores técnicos

Nuestra opinión sobre la calidad crediticia depende de la precisión de los estados financieros auditados o modelos financieros para asignar y monitorear clasificaciones mediante esta metodología. La existencia de información financiera relevante y oportuna, divulgaciones y la aplicación consistente de información financiera pueden indicar la transparencia de una compañía, así como su cumplimiento con las políticas y los estándares regulatorios. Los comentarios de los auditores en los reportes financieros y las reformulaciones inusuales de los estados financieros o las entregas de información financiera fuera de las fechas regulatorias pueden indicar debilidad en los controles internos.

También podemos basarnos en las opiniones y estimaciones de los asesores técnicos, por ejemplo, una evaluación del riesgo de construcción y de los gastos operativos realizada por un ingeniero independiente, o un reporte de un asesor de mercado sobre la naturaleza y la profundidad de la demanda y las fuentes de suministro de la competencia. Las revisiones sustanciales de las opiniones y estimaciones de estos asesores pueden cambiar nuestra visión prospectiva de los indicadores financieros o nuestro nivel de confianza general de que el proyecto pueda alcanzar un flujo de efectivo específico.

Riesgo de construcción y arranque

El riesgo de construcción cubre el período que va desde el cierre financiero hasta la conclusión del proyecto, mientras que el arranque abarca desde la conclusión hasta la estabilidad operativa, cuando un proyecto de infraestructura comienza a generar ingresos, pero puede seguir esperando la aceptación del mercado, necesita estabilizar su desempeño inicial o experimenta otros riesgos de puesta en marcha.

Cuando hay riesgo de construcción, normalmente consideramos el riesgo progresivo que plantea la construcción en sí, incluyendo los contratos vigentes y la forma en que distribuyen el riesgo entre el contratista, el comprador, el emisor y, si corresponde, el patrocinador del proyecto. Otras consideraciones incluyen la experiencia, la reputación y el historial del contratista en la ejecución de proyectos similares a tiempo y dentro del presupuesto. Cuando el riesgo de construcción está garantizado por un tercero, consideramos la calidad crediticia del garante, así como los términos y condiciones de la garantía.

El tiempo transcurrido entre la finalización de la construcción y el pleno inicio de las operaciones puede ser volátil y tener un efecto importante en el éxito general del proyecto. Suele haber varios niveles de mitigantes contractuales y liquidez en el financiamiento que compensan los riesgos relacionados.

Cuando existe riesgo de arranque, evaluamos el riesgo crediticio durante el período de inicio de operaciones y el riesgo esperado cuando el proyecto entra totalmente en operación, y asignamos una clasificación consistente con el período de mayor riesgo crediticio.

Estas mismas consideraciones se aplican a los proyectos operativos cuya construcción está relacionada con la expansión, por ejemplo, para cumplir con un aumento de los requisitos o la capacidad del proyecto.

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 los proyectos de infraestructura de manera diferente, dependiendo de los subsectores en los que operan. En muchos subsectores, todos los emisores tienen un nivel similar de exposición a riesgos ESG. En estos casos, los riesgos ESG solo suelen diferenciar a las clasificaciones dentro del mismo sector cuando un emisor es inusualmente fuerte o débil en un aspecto ESG en particular. En otros casos, algunas cuestiones ESG pueden variar ampliamente entre los emisores y ser importantes solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de emisores dentro del sector. Algunas consideraciones ESG podrían estar incluidas en nuestro análisis, en un sector, mercado o industria específicos, o en un nivel específico de clasificación, 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

Los riesgos ambientales se dividen en dos categorías generales: (i) las consecuencias de las iniciativas regulatorias o de políticas que buscan reducir o prevenir tendencias o peligros ambientales, o bien tendencias o peligros percibidos; y (ii) los efectos adversos de tendencias y peligros ambientales directos, como la contaminación, las sequías, los 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 problemas de seguridad de los productos o de relaciones públicas que perjudican la reputación de un emisor; y (ii) efectos adversos de factores externos, como regulaciones que conducen a mayores costos de cumplimiento o crean normas estrictas de trabajo. Los proyectos también pueden verse afectadas por tendencias demográficas y sociales en el sector público. Por ejemplo, el nivel de educación de los trabajadores afecta la capacidad de una compañía para contratar empleados clasificados.

En términos generales, clasificamos los riesgos sociales 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. Las consideraciones de gobierno corporativo son importantes para los patrocinadores y pueden ser importantes para los proyectos, aunque las fuertes características estructurales del financiamiento de un proyecto pueden mitigar muchos riesgos relacionados con el gobierno corporativo. Entre las áreas de interés del gobierno corporativo se encuentran la experiencia financiera del comité de auditoría, la credibilidad y el historial del equipo directivo, el cumplimiento y la presentación de reportes, las interacciones con auditores externos, y la estructura corporativa, organizativa y de la junta directiva.

Clasificamos en términos generales los riesgos de gobierno corporativo que son más relevantes desde una perspectiva crediticia en cinco categorías: (i) estrategia financiera y gestión de riesgos; (ii) credibilidad e historial de gestión; (iii) estructura organizativa; (iv) cumplimiento y reporte; y (v) estructura, políticas y procedimientos de la junta directiva.

Las consideraciones ESG suelen ser una fuente de riesgo crediticio más que la fortaleza. Sin embargo, las consideraciones ESG no siempre son negativas y, en algunos casos, pueden ser una fuente de fortaleza crediticia. Por ejemplo, es más probable que una compañía 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. Una transacción también puede verse favorecida, desde una perspectiva crediticia, si consideramos que probablemente obtendrá una ventaja de negocio importante y sostenible a partir de las tendencias ambientales, o si existen iniciativas específicas del emisor que incorporan acciones significativas de mitigación o fortalecimiento relacionadas con sus exposiciones ESG.

Consideraciones relacionadas con la interferencia del gobierno

Algunos proyectos podrían ser objeto de una importante atención política y regulatoria dado su papel fundamental en la economía. La interferencia política y regulatoria puede adoptar diversas formas y puede ser negativa para el perfil crediticio de un proyecto. Por ejemplo, el escrutinio gubernamental de los estándares ambientales y de seguridad puede crear costos adicionales. También podemos considerar el nivel de discreción para mantener el perfil económico del proyecto, en función de los términos de la concesión y los contratos. Cuanto mayor sea el grado de decisión que implica el proyecto, mayor será la flexibilidad potencial. Si bien el derecho del

proyecto puede estar claramente determinado por los términos de la concesión o el contrato, la capacidad real de cambiar algunas condiciones puede verse afectada por la interferencia política.

Indicadores adicionales

Los indicadores incluidos en la metodología son aquellos que suelen ser los más importantes para asignar clasificaciones a los emisores clasificados con la metodología; sin embargo, podemos utilizar indicadores adicionales para nuestro análisis de proyectos específicos.

Por ejemplo, en nuestra visión prospectiva de los indicadores para proyectos amortizables, podemos considerar la disponibilidad del proyecto y los índices de interrupción forzosa, los costos reales versus los presupuestados de las operaciones y sus tendencias, y el costo y cronograma de interrupciones para mantenimiento mayor en relación con el presupuesto. Para los proyectos no contractuales, también podemos tomar en cuenta las tendencias en los ingresos, costos y márgenes operativos. También consideraremos las tendencias que afectan el flujo de efectivo disponible para efectuar pagos que reduzcan la deuda mediante mecanismos de transferencia automática.

En algunos casos, por ejemplo, cuando hay una incertidumbre significativa en torno a los resultados futuros, nuestra evaluación de las tendencias puede ser cualitativa.

Otros

Podemos incorporar otras consideraciones que son importantes para el perfil crediticio de un emisor. Por ejemplo, puede haber otros factores que, aunque no son comunes en el sector, son relevantes para un proyecto o una compañía de infraestructura en particular.

Reconocemos la posibilidad de que un evento inesperado (riesgo de evento) pueda provocar una caída repentina y pronunciada en la solvencia crediticia fundamental de una empresa. Los riesgos de eventos — que son variados y suelen tener baja probabilidad y alto impacto — pueden afectar incluso un proyecto estable y bien capitalizado. Algunos tipos de riesgos de eventos incluyen fusiones y adquisiciones, ventas de activos, escisiones, litigios, pandemias, eventos importantes de ciberdelitos, riesgo hidrológico y cambios climáticos y distribuciones a los accionistas.

Análisis de Escenarios

Las clasificaciones pueden ser informadas por análisis de escenarios ejecutados en la matriz 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 los supuestos del caso base y del caso a la baja; análisis del margen de maniobra de un emisor para cumplir covenants financieros; y determinación de los supuestos que podrían llevar a un emisor al incumplimiento, y su probabilidad. 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 de apoyo extraordinario

Las clasificaciones de los emisores de este sector en Chile incorporan nuestra evaluación de la probabilidad de soporte extraordinario, explícito o implícito, por parte de la casa matriz o el patrocinador. Esta evaluación incorpora el soporte no considerado en el subfactor de perfil del patrocinador/propietario. Las clasificaciones también incorporan el soporte significativo de los gobiernos y las garantías de los bancos multilaterales de desarrollo o entidades similares.

El soporte extraordinario explícito de un patrocinador puede ser en forma de garantía plena y directa, o una garantía que puede revocarse en determinados casos, por ejemplo, al alcanzar un cierto nivel de cobertura del servicio de la deuda u otros umbrales. Una garantía plena y directa, aunque poco frecuente, puede igualar la calidad crediticia del proyecto y la de la entidad que da soporte. Al evaluar el soporte explícito, consideramos la naturaleza jurídica específica y la aplicabilidad del soporte, así como la probabilidad de pago puntual y su posible terminación.

Cuando una matriz o patrocinador brinda soporte implícito legalmente no vinculante por encima de los niveles evaluados en el subfactor de perfil del patrocinador/propietario, solemos acortar la diferencia entre la calidad crediticia del proyecto y la del patrocinador o propietario.

Asimismo, podemos considerar la fortaleza y confiabilidad de las instituciones del país, incluyendo la resiliencia de su sistema bancario. Normalmente todos los proyectos están expuestos en cierta medida a la transmisión de choques entre los sectores de la economía. Si bien es probable que los proyectos se vean afectados en cierto grado, puede haber diferencias en la sensibilidad crediticia de los proyectos frente a los cambios en la calidad crediticia del soberano. Además, el proyecto puede estar sujeto a acciones por parte de los gobiernos, que pueden incluir cambios en las políticas fiscales o regulatorias, controles de precios, alta carga impositiva o interferencia política, especialmente durante una crisis.

Los emisores de proyectos que son propiedad de uno o más gobiernos pueden obtener un alza de sus clasificaciones en función del nivel esperado de soporte del gobierno.

Garantías: Sustitución de crédito y otras garantías

El apoyo crediticio de terceros suele ser proporcionado por un banco, gobierno, avalador financiero o entidad corporativa y es utilizado para acceder al mercado de capitales a un coste menor y con una clasificación crediticia superior a la que podría obtenerse de forma independiente.

Generalmente, las transacciones que se clasifican según el enfoque de garantía y que se consideran sustitución de crédito reciben una clasificación coherente con la clasificación del proveedor de apoyo crediticio, siempre que sea superior a la clasificación subyacente de la transacción garantizada. El objetivo de una transacción con este enfoque es proteger a los inversores del rendimiento independiente del emisor o de la transacción, impago o quiebra, y prever el pago del principal y los intereses acumulados sobre la deuda a medida que vence. Dadas las diferencias en las formas de apoyo, la variación en las estructuras legales, las relaciones subyacentes y las circunstancias específicas que rodean cada financiación, las evaluaciones de clasificación se realizan basándose en transacciones concretas.

Para reflejar mejor el riesgo crediticio en un valor totalmente respaldado o garantizado, aplicaremos la clasificación superior entre la clasificación del proveedor de soporte o garantía y la clasificación subyacente publicada para la emisión independiente, y así seguiremos la clasificación de un proveedor de soporte y la clasificación del emisor.

En resumen, los tipos de disposiciones de garantía que permitirían la sustitución completa del crédito son:

- La garantía establece que es irrevocable e incondicional.
- La garantía garantiza el pago total y puntual de la obligación subyacente.
- La garantía cubre el pago, sin necesidad de solicitarlo ni cobrarlo.
- La garantía cubre pagos preferentes, comisiones fraudulentas por transferencia u otros pagos que hayan sido rescindidos, repudiados o "recuperados".
- El garante renuncia a todas las defensas.
- El plazo de la garantía se extiende hasta el plazo de la obligación subyacente.
- La garantía es exigible contra el aval.
- La transferencia, cesión o modificación de la garantía por parte del garante no implica un deterioro del soporte crediticio proporcionado por la garantía.
- La garantía está regida por la ley de una jurisdicción que sea favorable con la ejecución de las garantías.

La cobertura parcial por parte de un aval no se considera suficiente para reemplazar la clasificación crediticia y no evita el impago del instrumento subyacente. Sin embargo, se analizarán las características y el grado de cobertura de la garantía para evaluar su impacto en la clasificación.

Asignación de clasificaciones a nivel de emisor y a nivel de instrumento

Después de considerar los factores de clasificación, las consideraciones estructurales y otras consideraciones de clasificación, solemos asignar una clasificación de emisor o de instrumentos.

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 cubiertos en esta metodología. Los financiamientos de proyectos 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 futuro desempeño de un proyecto; 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 en información proporcionada por la patrocinadores o asesores financieros, la información de los estados financieros y datos disponibles públicamente, como la información divulgada por los reguladores. También podemos incorporar información no pública.

Nuestras opiniones a futuro se basan en supuestos que, a posteriori, 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 la industria, la tecnología disruptiva, o acciones regulatorias y legales. En cualquier caso, predecir el futuro está sujeto a gran incertidumbre.

Limitaciones de la matriz de clasificación

La matriz de clasificación de esta metodología es una herramienta relativamente simple que se centra en los indicadores de fortaleza crediticia relativa. Las ponderaciones de cada factor de la matriz 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 la matriz de clasificación pueden ser importantes para las clasificaciones, y su importancia relativa también puede variar de una institución a la otra. Podemos utilizar la matriz 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 la matriz de clasificación pueden diferir de las clasificaciones asignadas.

Apéndice A: Matriz de clasificación del ICR

FIGURA 4 Matriz de clasificación para proyectos de infraestructura

Factor	Subfactor	Ponderación		AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Amortizable	No amortizable	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
PERFIL DE NEGOCIOS	Posición de mercado	20%	20%	<p>Monopolio establecido o se espera que el principal proveedor de servicios tenga una competencia muy limitada durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son competitivos frente a los precios de mercado vigentes en un futuro previsible; se espera que la rescisión del contrato tenga un impacto limitado, o nulo, en los ingresos. <p>Para los proyectos de generación de energía renovable, el marco regulatorio es favorable; el precio de las energías renovables que produce el proyecto es igual o cercano al de otros tipos de energía renovable en la misma jurisdicción.</p>	<p>El proyecto tiene una exposición muy limitada a la competencia durante el plazo de la deuda o tiene una posición de mercado muy fuerte que se espera que permanezca sin cambios durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son iguales o cercanos a los precios de mercado en un futuro previsible; se espera que la rescisión del contrato ocasiona una disminución modesta y temporal de los ingresos. <p>Para los proyectos de generación de energía renovable, el marco regulatorio generalmente es favorable; el precio de las energías renovables que produce el proyecto es ligeramente superior al de otros tipos de energía renovable en la misma jurisdicción.</p>	<p>El proyecto tiene cierta exposición a la competencia, pero con una fuerte posición de mercado que se espera que se mantenga estable durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son moderadamente superiores a los precios de mercado en un futuro previsible; se espera que la rescisión del contrato ocasione una disminución modesta y temporal de los ingresos. <p>Para los proyectos de generación de energía renovable, el marco regulatorio es algo débil, o el soporte podría deteriorarse ante un cambio de ley; el precio de las energías renovables que produce el proyecto es moderadamente superior al de otros tipos de energía renovable en la misma jurisdicción.</p>	<p>El proyecto tiene una exposición moderada a la competencia, con una fuerte posición de mercado que se espera se debilite moderadamente durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son moderadamente superiores a los precios de mercado en un futuro previsible; se espera que la rescisión del contrato ocasione una disminución sustancial de los ingresos. <p>Para los proyectos de generación de energía renovable, el marco regulatorio es inconsistente o vulnerable a cambios con un impacto negativo en el proyecto; el precio de las energías renovables que produce el proyecto es considerablemente superior al de otros tipos de energía renovable en la misma jurisdicción.</p>	<p>El proyecto tiene amplia exposición a la competencia, con una modesta posición de mercado que se espera que se debilite aún más durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son considerablemente superiores a los precios de mercado en un futuro previsible; se espera que la rescisión del contrato ocasione una severa disminución de los ingresos y que resulte difícil obtener un contrato de reemplazo con términos similares. 	<p>El proyecto tiene amplia exposición a la competencia, con una posición de mercado algo débil que se espera que se debilite aún más durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato son considerablemente superiores a los precios de mercado; se espera que la rescisión del contrato ocasione una severa disminución de los ingresos y que resulte extraordinariamente difícil obtener un contrato de reemplazo. 	<p>El proyecto está expuesto a una intensa competencia, con una posición de mercado muy débil que se espera que deteriore notablemente durante el plazo de la deuda;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato están siendo cuestionados activamente; se espera que la rescisión del contrato ocasione un incumplimiento de pago en el término de un año. 	<p>El proyecto tiene una posición de mercado que presenta un deterioro sustancial, que probablemente resulte en un flujo de efectivo insuficiente para cubrir la deuda insolata;</p> <ul style="list-style-type: none"> o los términos del contrato no son sostenibles y es probable que el emisor esté en incumplimiento.

Factor	Subfactor	Ponderación		AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Amortizable	No amortizable	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
Previsibilidad de los flujos de efectivo netos		25%	25%	Alta previsibilidad del flujo de efectivo neto, con una exposición limitada a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; Y los compradores tienen perfiles crediticios muy sólidos; el flujo de efectivo neto contratado prácticamente no presenta un riesgo significativo de volumen ni de precios; los contratos son de compra obligatoria, están estructurados para trasladar casi todos los costos sin condiciones significativas y se extienden durante todo el plazo del financiamiento. Para los proyectos de generación de energía, no existe un riesgo significativo de suministro de combustible ni de recursos.	Previsibilidad moderadamente alta del flujo de efectivo neto, con una exposición modesta a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; Y los compradores tienen perfiles crediticios sólidos; el flujo de efectivo neto contratado presenta un riesgo limitado de volumen o de precios; los contratos están estructurados para trasladar la mayoría de los costos, incluyendo los costos por cambios en la regulación, y se extienden durante todo el plazo del financiamiento. Para los proyectos de generación de energía, existe un riesgo limitado de suministro de combustible o de recursos.	Previsibilidad moderada del flujo de efectivo neto, con una exposición moderadamente alta a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; los compradores tienen perfiles crediticios moderadamente sólidos; el flujo de efectivo neto contratado presenta un riesgo moderado de volumen o de precios; los contratos están estructurados para trasladar algunos costos relacionados con la inflación y se extienden durante todo el plazo del financiamiento. Para los proyectos de generación de energía, existe un riesgo moderado de suministro de combustible o de recursos.	Previsibilidad moderadamente baja del flujo de efectivo neto, con una exposición moderadamente alta a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; los compradores tienen perfiles crediticios moderadamente débiles; el flujo de efectivo neto contratado limitado presenta un riesgo alto de volumen o de precios; los contratos tienen pocas disposiciones de transferencia de costos, o ninguna, o no se extienden durante todo el plazo del financiamiento. Para los proyectos de generación de energía, existe un riesgo moderadamente alto de suministro de combustible o de recursos.	Baja previsibilidad del flujo de efectivo neto, con una exposición alta a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; los compradores tienen perfiles crediticios moderadamente débiles; el flujo de efectivo neto contratado nulo o con un alto riesgo de volumen o de precios; o los compradores tienen perfiles crediticios muy débiles; Para los proyectos de generación de energía, existe un riesgo muy alto de suministro de combustible o de recursos.	Gran incertidumbre respecto del flujo de efectivo neto, con una exposición muy alta a los ciclos económicos o cambios en las preferencias de los usuarios; o los compradores tienen perfiles crediticios extremadamente débiles; flujo de efectivo neto contratado nulo o expuesto a una rescisión inminente.	Flujo de efectivo neto nulo o negativo, con una exposición extremadamente alta e irreversible a las recesiones económicas o cambios en las preferencias de los usuarios; o los compradores tienen perfiles crediticios extremadamente débiles; flujo de efectivo neto contratado nulo o expuesto a una rescisión inminente.	

Factor	Subfactor	Ponderación		AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Amortizable	No amortizable	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
RIESGO OPERATIVO	Tecnología y desempeño operativo	10%	10%	Tecnología o procesos simples, probados comercialmente, con pocos elementos complejos; Y con base en un historial de al menos tres años y un sólido contrato de operación y mantenimiento (O&M), existe la expectativa de un fuerte historial operativo por encima de los estándares de la industria, y costos operativos estables acordes a los promedios de la industria.	Tecnología o procesos probados comercialmente, con algunos elementos complejos que requieren habilidades al nivel de los estándares de la industria para operar y mantener los activos; Y con base en un historial de al menos un año y un sólido contrato de O&M, existe la expectativa de un historial operativo conforme a los estándares de la industria, y costos operativos acordes a los promedios de la industria.	Tecnología o procesos probados comercialmente con algunos elementos complejos que requieren habilidades especializadas para operar y mantener los activos; O expectativa de desempeño operativo conforme a los estándares de la industria; la estructura de O&M proporciona una buena visibilidad de los costos operativos durante el plazo de la deuda.	Algunos tipos de tecnología o procesos clave no están probados comercialmente, pero es probable que tengan un desempeño al nivel requerido; O expectativa de desempeño operativo un poco por debajo de los estándares de la industria, con base en el desempeño del patrocinador o un contrato de O&M con un operador reconocido.	La tecnología o los procesos no están probados comercialmente y es probable que tengan un desempeño moderado por debajo del nivel requerido; O historial operativo muy débil por debajo de los estándares de la industria o con antecedentes de costos operativos volátiles.	La tecnología o los procesos no están probados comercialmente y es probable que tengan un desempeño significativamente por debajo del nivel requerido; O historial operativo muy débil por debajo de los estándares de la industria o con antecedentes de costos operativos extremadamente volátiles.	La tecnología o los procesos no están probados comercialmente y existe incertidumbre sobre el futuro desempeño; O sin historial operativo y gran incertidumbre sobre el desempeño operativo, o historial operativo muy débil que plantea dudas sobre la continuidad de las operaciones.	La tecnología o los procesos no están probados comercialmente o tienen un alto riesgo de falla; O sin historial operativo, expectativa de un desempeño operativo muy deficiente o un historial operativo extremadamente débil que probablemente afecte las operaciones de manera permanente.
	Reinversión de capital	10%	10%	No se requieren reinversiones de capital, o estos requerimientos son mínimos y fácilmente programados para mantener un desempeño operativo superior al de los estándares contractuales; Y el flujo de efectivo excedente supera significativamente el monto necesario para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda.	Niveles modestos y fácilmente programados de mantenimiento y reinversión de capital, necesarios para mantener un fuerte desempeño operativo; Y el flujo de efectivo excedente supera el monto necesario para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda.	Niveles modestos de mantenimiento y reinversión de capital, necesarios para alcanzar los estándares contractuales de desempeño operativo; Y el flujo de efectivo excedente es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda.	Niveles modestos de mantenimiento y reinversión de capital, necesarios para alcanzar los estándares contractuales de desempeño operativo; Y el flujo de efectivo excedente no es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda, y se espera que se emita una cantidad moderada de deuda adicional.	Niveles algo elevados de mantenimiento y reinversión de capital, necesarios para alcanzar los estándares contractuales de desempeño operativo; Y el flujo de efectivo excedente no es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda, y se espera que se emita una cantidad moderada de deuda adicional.	Altos niveles de mantenimiento y reinversión de capital, necesarios para alcanzar los estándares contractuales de desempeño operativo; Y el flujo de efectivo excedente no es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda, y se espera que se emita una cantidad significativa de deuda adicional.	El flujo de efectivo no es suficiente para financiar todas las necesidades de capital durante el plazo de la deuda, y es necesario emitir deuda adicional para fondear todas las necesidades de capital.	La reinversión de capital requerida para operar el proyecto excede considerablemente el valor del proyecto.

Factor	Subfactor	Ponderación		AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Amortizable	No amortizable	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
APALANCAMIENTO Y COBERTURA	Perfil del patrocinador/propietario	5%	5%	Patrocinador/propietario experimentado o inversionista financiero estratégico con un perfil crediticio moderadamente sólido; incentivos económicos y recursos financieros significativos para dar soporte al proyecto en caso de problemas de desempeño.	Patrocinador/propietario experimentado o inversionista financiero con un perfil crediticio moderadamente sólido; incentivos económicos y recursos financieros adecuados para dar soporte al proyecto en caso de problemas de desempeño.	Patrocinador/propietario o inversionista financiero con un perfil crediticio moderadamente sólido; incentivos económicos y recursos financieros adecuados para dar soporte al proyecto en caso de problemas de desempeño.	Patrocinador/propietario con un perfil crediticio algo débil; el soporte financiero es algo incierto en caso de problemas de desempeño.	Patrocinador/propietario con incentivos económicos o recursos financieros limitados para dar soporte a su inversión.	Patrocinador/propietario con incentivos económicos o recursos financieros escasos o nulos para dar soporte a su inversión.	Patrocinador/propietario sin incentivos económicos ni recursos financieros para dar soporte a su inversión.	
	DSCR (riesgo bajo) ^{*1}	30%	15%	1,35x ↔ 1,25x	1,25x ↔ 1,15x	1,15x ↔ 1,08x	1,08x ↔ 0,95x	0,95x ↔ 0,85x	0,85x ↔ 0,75x	0,75x ↔ 0,65x	0-65x ↔ 0x
	DSCR (riesgo medio) ^{*2}			1,6x ↔ 1,35x	1,35x ↔ 1,25x	1,25x ↔ 1,15x	1,15x ↔ 1x	1x ↔ 0,9x	0,9x ↔ 0,8x	0,8x ↔ 0,7x	0,7x ↔ 0x
	DSCR (riesgo alto) ^{*3}			3x ↔ 1,6x	1,6x ↔ 1,4x	1,4x ↔ 1,25x	1,25x ↔ 1,05x	1,05x ↔ 0,95x	0,95x ↔ 0,85x	0,85x ↔ 0,75x	0,75x ↔ 0x
	CFO/deud a ajustada (riesgo bajo) ^{*4}	-	15%	20% ↔ 15%	15% ↔ 8%	8% ↔ 4%	4% ↔ 1%	1% ↔ -1,5%	-1,5% ↔ -3,5%	-3,5% ↔ -5%	-5% ↔ -10%
	CFO/deud a ajustada (riesgo medio) ^{*5}			25% ↔ 20%	20% ↔ 11%	11% ↔ 6,5%	6,5% ↔ 3,5%	3,5% ↔ 1,5%	1,5% ↔ 0%	0% ↔ -2%	-2% ↔ -6%
	CFO/deud a ajustada (riesgo alto) ^{*6}			30% ↔ 25%	25% ↔ 15%	15% ↔ 10%	10% ↔ 7%	7% ↔ 4%	4% ↔ 2%	2% ↔ 0%	0% ↔ -5%

^{*1} Un valor de 1,35x o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 0x o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

^{*2} Un valor de 1,6x o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 0x o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

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

*4 Un valor de 20% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -10% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

*5 Un valor de 25% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -6% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

*6 Un valor de 30% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -5% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

Perfil de riesgo

Riesgo bajo	Los ingresos contratados tienen un riesgo limitado de volumen y precios. La tecnología es simple, de fácil comprensión y probada. Es necesaria una inversión de capital limitada durante el plazo de la deuda.
Riesgo medio	Los ingresos contratados pueden tener cierta variabilidad por exposición al volumen o precios, o al riesgo de recursos renovables. Los riesgos de desempeño operativo son manejables. También puede clasificarse como medio si los ingresos tienen un riesgo limitado de volumen o precios, pero si la tecnología es algo compleja, o si se necesita una reinvención de capital constante para mantener operaciones sólidas.
Riesgo alto	Los ingresos son en su mayoría no contratados, o los ingresos contratados están expuestos casi en su totalidad a la demanda del mercado (es decir, alta exposición al riesgo de precios), o el proyecto tiene un perfil operativo complejo y altos requerimientos de reinversión de capital para garantizar un desempeño adecuado..

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 5 . 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 Otras consideraciones, apoyo y tipo de instrumento de acuerdo con la metodología.

OTRAS CONSIDERACIONES (hasta +5 o -20 notches)	Estructura	Características estructurales y liquidez (-2 a 2 notches)
		Riesgo de refinanciamiento (-2 a 2 notches)
	Otro	Otros riesgos de contraparte (-3 a 0 notches)
		Estrategia del equipo directivo (-3 a 2 notches)
		Controles financieros, divulgación de información y asesores técnicos (-3 a 2 notches)
		Riesgo de construcción y arranque (-3 a 0 notches)
		Consideraciones Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (-3 a 2 notches)
		Consideraciones relacionadas con la interferencia del gobierno (-3 a 0 notches)
		Indicadores adicionales (-3 a 2 notches)
		Otros (-20 a 2 notches)

SOPORTE	Soporte Crediticio Externo
RESTRICCIÓN DE LOS COMPRADORES	Nivel de restricción del comprador

Fuente: ICR

FIGURA 5 Resultado indicado por la matriz de clasificación

Clasificación indicativa	Puntos en 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: Diferencias típicas entre financiamiento de proyectos y corporativo

La FIGURA 6 detalla algunas de las diferencias clave entre los emisores de financiamiento de proyectos y los emisores corporativos. Esperamos que un emisor de proyecto de infraestructura normalmente exhiba varias, pero no necesariamente todas, las características que se enumeran a continuación. Las diferencias fundamentales incluyen las limitaciones significativas que los convenios financieros de un proyecto imponen a la actividad empresarial y a sus inversiones, la emisión adicional de deuda y las distribuciones a accionistas/patrocinadores. Sin estos, los emisores del sector privado serían considerados corporativos y, en casi todos los casos, se clasificarían mediante una metodología corporativa. La mayoría de las estructuras de financiamiento de proyectos también incluyen cláusulas que exigen el mantenimiento de reservas e imponen restricciones materiales a la venta y compra de activos, cambios de control, concesión de gravámenes y tratos con entidades afiliadas.

FIGURA 6 Características típicas de financiamiento de proyectos y corporativo

	Características típicas del financiamiento de proyectos	Características típicas de las finanzas corporativas
Naturaleza del emisor	Basado en contratos y generalmente tiene una vida útil limitada. Normalmente, existe al menos un contrato fundamental entre el emisor del proyecto clasificado y el comprador que otorga la concesión que otorga al emisor del proyecto el derecho de generar/recaudar ingresos a cambio de operar y mantener (normalmente también la construcción) de un activo concreto durante un periodo determinado.	Normalmente, ningún contrato individual es fundamental para el negocio del emisor. La empresa existe y se expande en función de la demanda de bienes o servicios de los usuarios y permanece en existencia indefinidamente sin una vida específica.
Ámbito empresarial	Generalmente se conoce como contrato de concesión, acuerdo de proyecto, licencia, arrendamiento, derecho a explotar una reserva, etc. En un proyecto bien estructurado, el emisor del proyecto subcontratará o asignará ciertos riesgos a las partes capaces de gestionarlos de forma eficiente, incluyendo un contrato de construcción, un contrato de operación y mantenimiento, un contrato de suministro/combustible y contratos de financiamiento.	Pocas restricciones en el ámbito de los negocios.
Número de activos	Un solo activo o producto.	Múltiples activos o productos.
Riesgo de construcción	Normalmente, los activos de nueva construcción con riesgo de construcción inicial pueden o no estar expuestos a grandes gastos de capital a lo largo del tiempo para mantener el activo en buen estado de funcionamiento y cumplir con los estándares de disponibilidad y rendimiento.	Normalmente, los activos operativos y el riesgo de construcción sobre un solo activo rara vez suponen un riesgo importante para toda la empresa. Gastos de capital continuos incurridos para mantener una posición competitiva.

Perfil de Deuda	Alta influencia. Prevalencia de amortizar la deuda a largo plazo con limitaciones y pruebas antes de poder contraer deuda adicional, dado que los proyectos suelen estar muy apalancados desde el principio debido a los flujos de caja que suelen estar comprometidos. El patrimonio contable del proyecto se agota con el tiempo y toda o casi toda la deuda se paga al final del contrato de concesión, licencia, arrendamiento, vida útil del activo, duración de la reserva de recursos naturales, etc. El financiamiento no amortizable durante la construcción suele ser reemplazada por financiamiento a largo plazo una vez que comienzan las operaciones.	El perfil de la deuda varía. Prevalencia de deuda no amortizable con pocas restricciones en la capacidad de contraer deuda adicional. Suponemos que la empresa refinanciará su deuda en lugar de pagarla con el tiempo, y que el patrimonio contable es una parte clave de la estructura de capital de la empresa.
Protección al inversionista	La entidad de propósito específico está protegida, y la deuda emitida no tiene recurso a los propietarios. Los inversionistas de la deuda tienen garantías específicas en los contratos de proyectos como flujos, ingresos, cuentas y cuentas por cobrar, acciones, activos, etc.	Varía según el perfil de apalancamiento de la empresa. Normalmente no hay respaldo o garantías para emisores más fuertes.
Protección al inversionista – Ingresos	Dependencia de los flujos de caja generados por un determinado activo para pagar la deuda.	Dependencia de los flujos de caja de la empresa o del valor de varios activos para pagar la deuda.
Protección al inversionista – Convenios	Limitaciones en distribuciones permitidas a accionistas, cuentas en cascada y controladas de efectivo administradas por terceros, deuda y limitaciones empresariales.	Discreción de la dirección. Normalmente, un nivel bajo de protección sin una cascada de flujo de caja administrada por terceros.
Protección al inversionista – Control/Supervisión	Prevalencia de acuerdos directos que otorgan derechos de intervención, cura y salida para los inversionistas. Existen <i>triggers</i> significativos de rendimiento para asegurar que, en escenarios de estrés severo, el control pase del capital a la deuda para lograr una rectificación oportuna, si es necesario. La supervisión del proyecto por parte del inversionista de la deuda también se realiza mediante revisiones de presupuestos anuales y proyecciones financieras.	Discreción de la dirección. Normalmente publican los estados financieros auditados anuales e informes intermedios de rendimiento financiero y operativo.
Protección al inversionista – Líquidez	Reservas de liquidez a través de fondos de reserva para servicio de deuda, mantenimiento mayor, operación, aumento de fondos y otros tipos de reservas.	Discreción de la dirección. Normalmente, no reservas de liquidez dedicadas o liquidez para necesidades de mantenimiento.

Fuente: ICR

Apéndice C: Escalas de Clasificación 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 1 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	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-	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+	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	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-	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
BBB+.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 ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
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 ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
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 ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
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 ocurrir en retrasos en el pago de intereses y el capital.
CCC+.cl		
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		
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 con 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 2 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	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-2.cl	N2	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 A-3.cl	N3	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 anteriores.
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 anteriores.
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 3 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+		
AA.cl	AA	ML A-1+.cl	N1+
AA-.cl	AA-		
A+.cl	A+		
A.cl	A	ML A-1.cl	N1
A-.cl	A-		
BBB+.cl	BBB+		
BBB.cl	BBB	ML A-2.cl	N2
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	
B-.cl	B-		N4
CCC+.cl			
CCC.cl			
CCC-.cl	C		
CC.cl			
C.cl	D	ML C.cl	
E.cl	E	ML E.cl	N5

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.¹¹

Nuestra definición de incumplimiento incluye cambios de deuda forzados, 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.

¹¹ 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.



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 12 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;
- b. omisiones contractualmente permitidas del pago de dividendos programados, pagos de intereses o principal sobre acciones preferentes u otros instrumentos híbridos;¹²
- c. depreciaciones (*write-downs*) o canjes forzosos con quita (*impairment distressed exchanges*)¹³ 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

¹² 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 remediables en un plazo muy corto (normalmente, de uno a dos días hábiles luego de reconocer el problema técnico/administrativo).

¹³ 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.

los términos del contrato de emisión u otro acuerdo vigente,¹⁴ 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;¹⁵ d. acciones de clasificación que conduzcan a una clasificación CC o C, lo que señala la casi certeza 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 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.

¹⁴ 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.

¹⁵ 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.



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.



Chile

Información de contacto de 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 SÍMBOLOS 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 CONSIDERACION 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS 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 cualesquier 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 OTORGÁ NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.