

Metodología de clasificación de empresas no financieras

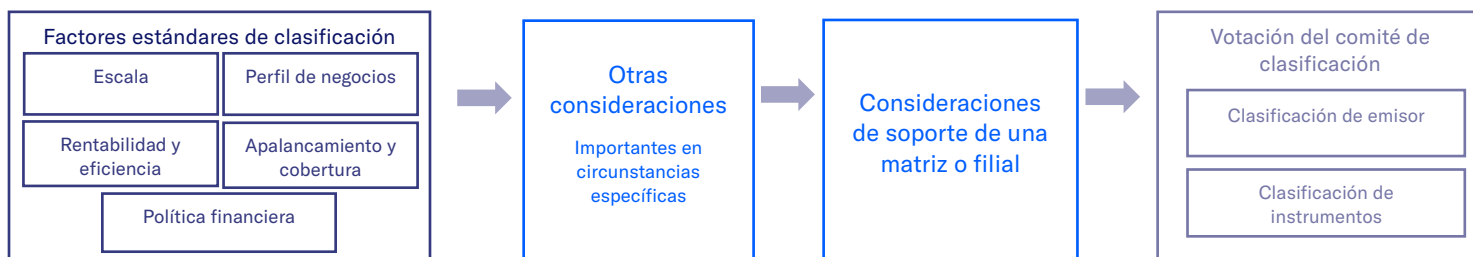
Fecha: Enero 16, 2026

Introducción

En esta metodología de clasificación,¹ explicamos nuestro enfoque general para evaluar el riesgo crediticio de empresas no financieras y ciertas entidades relacionadas con el gobierno en Chile, y asignar clasificaciones de emisor, de instrumentos y de acciones.² Nuestra definición de empresas no financieras abarca diversos sectores, incluyendo telecomunicaciones, industrias de alimentos y bebidas, productos industriales, construcción y desarrollo inmobiliario, casinos de juegos, vitivinícola, comercializadoras, generación y comercialización eléctrica, transporte, retail, prestadoras de servicios de salud, distribución agrícola, empresas de servicios públicos regulados, empresas de infraestructura y sus holdings, entre otras.

Analizamos los factores cualitativos y cuantitativos que pueden afectar los resultados de clasificación en estos sectores. También analizamos otras consideraciones, que son factores cuya importancia crediticia puede variar ampliamente entre las empresas de estos sectores o que pueden ser importantes solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de empresas. Asimismo, nuestro enfoque considera la posibilidad de soporte por parte de filiales y gobiernos. Dado que las clasificaciones son a futuro, solemos incorporar una visión prospectiva de los riesgos y mitigantes de manera cualitativa.

FIGURA 1 Enfoque general para asignar clasificaciones a empresas no financieras



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

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



INDICE

Introducción	1
Análisis de los factores estándares de clasificación	3
<hr/>	
Escala	4
Perfil de negocios.....	4
Rentabilidad y eficiencia	8
Apalancamiento y cobertura.....	9
Política financiera	10
<hr/>	
Otras consideraciones	11
Análisis de escenarios	14
Evaluación del soporte y garantías.....	15
<hr/>	
Emisores relacionados con el gobierno.....	16
<hr/>	
Asignación de clasificaciones de emisor, de instrumentos y garantías.....	16
Clasificaciones de acciones para empresas no financieras.....	18
Limitaciones generales de la metodología.....	21
Limitaciones de las matrices de clasificación.....	21
Apéndice A: Matrices de Clasificación de ICR.....	23
Apéndice B: Escalas de clasificación de ICR	31
Información de contacto con atención al cliente.....	40
<hr/>	

Análisis de los factores estándares de clasificación

En esta sección, explicamos nuestro enfoque general para evaluar cada factor estándar de clasificación y describimos su importancia como indicador de la calidad crediticia de las empresas clasificadas bajo esta metodología. Consideramos los factores estándar de clasificación, que incluyen una evaluación de la escala de la empresa, su perfil de negocios, rentabilidad y eficiencia, apalancamiento y cobertura, y su política financiera. En las siguientes secciones, evaluamos otras consideraciones e incorporamos la probabilidad de soporte de una matriz, filial u otra entidad para llegar a la clasificación.

FIGURA 2 Factores estándar de clasificación para empresas no financieras

Escala (10%)	Perfil de negocios (25%)	Rentabilidad y eficiencia (10%)	Apalancamiento y cobertura (40%)	Política financiera (15%)
Ingresos (mill. CLP)	Posición competitiva	Tendencia de ingresos y sustentabilidad del margen	Deuda bruta / EBITDA*	Política financiera
	Diversificación		EBIT** / Gasto de intereses	
			RCF*** / Deuda bruta	

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

**EBIT significa utilidad antes de intereses e impuestos, puede incluir ajustes.

***RCF significa flujo de efectivo retenido

Fuente: ICR

FIGURA 3 Factores estándar de clasificación para empresas de servicios públicos regulados

Perfil de negocios (10%)	Rentabilidad y eficiencia (25%)	Apalancamiento y cobertura (50%)	Política financiera (15%)
Diversificación	Tendencia de ingresos y sustentabilidad del margen	Deuda bruta / EBITDA*	Política financiera
		EBIT** / Gasto de intereses	
		FFO*** / Deuda bruta	
		RCF**** / Deuda bruta	

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

**EBIT significa utilidad antes de intereses e impuestos, puede incluir ajustes.

*** FFO significa flujos de la operación

**** RCF significa flujo de efectivo retenido

Fuente: ICR

Nuestras clasificaciones son a futuro y reflejan nuestras expectativas del desempeño financiero y operativo. Sin embargo, los resultados históricos nos ayudan a comprender los patrones y las tendencias del desempeño mostrado por una empresa y a establecer comparaciones entre pares.

Los indicadores financieros históricos de las empresas no financieras, a menos que se indique lo contrario, se calculan normalmente sobre la base de un período anual o de doce meses. Sin embargo, los indicadores financieros pueden evaluarse utilizando diferentes períodos. Por

ejemplo, a los comités de clasificación les puede resultar útil en términos analíticos examinar tanto el desempeño histórico como el esperado en el futuro para períodos de varios años.

En los indicadores financieros que utilizamos, tomamos en cuenta en qué medida la información financiera refleja la realidad económica. Cuando no la refleja, podemos hacer ajustes analíticos en los indicadores financieros de un emisor o transacción para facilitar nuestro análisis.

ESCALA

Por qué es importante

La escala es un indicador importante del alcance general del negocio de una empresa y de su éxito para atraer a diversos clientes, así como de su resiliencia a eventos adversos como cambios repentinos en la demanda o aumentos rápidos en los costos.

La escala también puede proporcionar información importante de la capacidad de una empresa para influir en las tendencias de negocio y la fijación de precios dentro de sus segmentos de productos y servicios, además de respaldar una posición de mercado estable o en crecimiento. Por lo general, una empresa más grande tiene más flexibilidad para destinar recursos y absorber gastos en diferentes escenarios de demanda y costo que una empresa más pequeña. Una empresa más grande también suele estar mejor posicionada para negociar mejores condiciones y menores costos con distribuidores, proveedores y prestadores de servicios. La escala también tiende a tener una correlación con otras características positivas, como la eficiencia operativa, la permanencia en el mercado y el acceso a los mercados de capitales.

Para las empresas de servicios públicos regulados, la escala no es un factor estándar de clasificación porque estas empresas suelen ser el único proveedor de servicios o pertenecen a un pequeño número de proveedores en un área de servicio designada, por lo que están algo protegidas de la competencia directa de precios. Sus tarifas se establecen bajo marcos regulatorios o acuerdos de concesión.

Método de evaluación

→ ESCALA:

En el caso de las empresas no financieras la escala se calcula o estima utilizando los ingresos totales reportados en millones de CLP.

Indicador relevante: Escala

Ingresos (millones de CLP)

PERFIL DE NEGOCIOS

Por qué es importante

El perfil de negocios de una empresa es importante porque influye en gran medida en su capacidad para generar ingresos y flujo de efectivo operativo sostenibles. Los aspectos principales del perfil de negocios de una empresa son su posición competitiva, su diversificación de negocios y su cartera de clientes. Estos aspectos del perfil de negocios suelen tener un impacto considerable en la estabilidad de los ingresos y márgenes de una empresa en el largo plazo.

Para las empresas de servicios públicos regulados, éstas suelen beneficiarse de la esencialidad de sus productos y/o servicios, mientras operan en un área o mercado con derechos de exclusividad. Consideramos que la diversificación de las operaciones ayuda a mitigar algunos riesgos que podrían afectar potencialmente al flujo de caja del emisor, tales como: ciclos económicos, cambios normativos, riesgo de eventos adversos, movimientos de precios de materias primas y cambios sustanciales en la base de clientes.

→ POSICIÓN COMPETITIVA:

Las empresas no financieras generalmente dependen de una fuerte posición competitiva para mantener y aumentar sus volúmenes de ventas y poder fijar precios a sus productos y servicios para generar márgenes favorables. La posición competitiva de una empresa también suele ser un indicador significativo de la fortaleza de su marca y reputación, su estructura de costos y su resiliencia a ciclos económicos y al aumento de la competencia. Una posición líder en el mercado puede indicar que las inversiones de una empresa en diversas partes de su negocio, como las mejoras de los productos, la capacidad, la tecnología, la investigación y el desarrollo, se traducen en ventajas competitivas y pueden proporcionar una visión del alcance de la diferenciación de sus productos y servicios frente a los de la competencia.

Por lo general, las empresas con una posición competitiva de liderazgo tienen mayor capacidad para trasladar los aumentos en los costos a sus clientes y pueden tener un mayor poder de negociación con proveedores y otras partes relacionadas. Una empresa con una fuerte posición competitiva y alta relevancia para los clientes, en función de sus marcas o de los tipos de productos o servicios que ofrece, suele tener una alta lealtad de los clientes, lo que generalmente se traduce en ventas más recurrentes y mayores márgenes de rentabilidad que una empresa con una posición competitiva más débil y menor relevancia para los clientes.

Para las empresas de servicios públicos regulados, la posición competitiva no es un factor en cuenta para la calidad crediticia porque estas empresas suelen tener derechos exclusivos para operar en el área de servicio.

→ DIVERSIFICACIÓN:

Las empresas con múltiples segmentos de negocio y diversidad de productos tienden a generar ingresos y márgenes de rentabilidad más estables frente a los competidores con un enfoque de negocios más limitado. Por el contrario, las empresas que dependen de un solo producto o de una pequeña cantidad de productos pueden ser más vulnerables a presiones competitivas o cambios en la demanda y experimentar una mayor volatilidad.

Las empresas que se benefician de una cartera de clientes amplia y diversa suelen estar mejor adaptadas para soportar los cambios en la demanda de los consumidores que aquellas con una cartera de clientes más concentrada. Cuando una empresa depende de un pequeño número de clientes clave, una disminución en la demanda o la pérdida de un cliente importante, especialmente cuando es inesperada, puede causar un gran impacto y contribuir a la reducción de los ingresos y los márgenes de rentabilidad. La concentración de clientes también puede implicar un mayor riesgo crediticio, por ejemplo, en el caso que una empresa tenga un gran saldo de cuentas por cobrar con un cliente financieramente débil. Del mismo modo, el nivel de diversificación de proveedores es otro aspecto al analizar este factor, ya que las empresas que trabajan con un grupo concentrado y especializado de proveedores suelen estar más expuestas a efectos negativos sobre la estabilidad de su negocio, especialmente en casos en los que la empresa no tiene la capacidad para encontrar oportunamente un sustituto sin incurrir en costos importantes.

La diversidad geográfica es un aspecto importante de la diversidad de negocios porque reduce la exposición de una empresa a cambios adversos específicos de cada región, clientes o proveedor que podrían impactar la demanda de productos, fluctuaciones en los precios o interrupciones en el suministro. Cuando una empresa cuenta solo con algunas marcas o una sola marca, la diversidad geográfica puede ser aún más importante.

Una empresa con plantas de fabricación o puntos de venta repartidos geográficamente suele estar menos expuesta a variaciones regionales, como fenómenos meteorológicos, interrupciones en el suministro, cambios en el régimen de impuestos y cambios en las preferencias de los consumidores, que una empresa con una sola o algunas plantas o puntos de venta concentrados en una sola región.

Las empresas de servicios públicos regulados suelen centrarse en la prestación de un servicio esencial, como la electricidad o el agua, mientras que sus tarifas suelen establecerse por normativas para garantizar la recuperación de costos, lo que mitiga algunos riesgos de concentración a los que están expuestas las empresas no reguladas. Sin embargo, la diversificación podría ser beneficiosa para su perfil crediticio porque ayuda a mitigar las posibles volatilidades derivadas de concentraciones en términos de base de clientes, geografía y base de activos.

Aunque el volumen de ventas de las empresas de servicios públicos regulados tiene menor exposición a recesiones económicas que muchas empresas de otras industrias, algunos componentes de ventas, incluidos los de clientes industriales, se ven afectados por tendencias económicas que provocan una menor producción y/o el cierre de plantas. Aunque las empresas de servicios públicos regulados suelen tener una base de clientes diversa y detallada, algunas empresas muestran una concentración en clientes y/o compradores, lo que puede afectar al flujo de caja de la empresa, ya sea por la volatilidad en algún sector específico y/o por la menor calidad crediticia de un cliente o clientes concretos.

La diversificación geográfica es otro aspecto importante para las empresas de servicios públicos regulados, especialmente para las compañías de agua. Operar en múltiples zonas geográficas puede ayudar a mitigar los riesgos asociados a la escasez de agua, cambios materiales en el régimen regulatorio y desastres naturales dentro de una misma zona de concesión. Otra consideración importante para las empresas de servicios públicos regulados es la base de activos de la empresa. Por ejemplo, una empresa de servicios sanitarios también podría operar en otros segmentos no regulados, diversificando así sus operaciones y potencialmente mejorando su estabilidad financiera. Por último, también reconocemos que la diversidad de fuentes de suministro puede mitigar el impacto de los cambios en los precios de las materias primas, la hidrología, el flujo de agua y cambios ambientales o regulatorios que afectan a las operaciones y la eficiencia de la planta.

Método de evaluación

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

→ POSICIÓN COMPETITIVA:

En nuestra evaluación cualitativa de la posición competitiva normalmente consideramos la participación de mercado, la capacidad de ejecución, los desafíos competitivos y las barreras de entrada de una empresa en comparación con otras empresas dentro de un sector. Las barreras de entrada pueden ser elevadas por diversos motivos, como restricciones regulatorias, si el producto o servicio que se ofrece es difícil de replicar o si la empresa tiene

derechos exclusivos para operar en un área de servicio. Normalmente consideramos que una empresa con una pequeña participación de mercado o que vende un producto o servicio fácilmente reemplazable se encuentra en una posición competitiva más débil que una empresa con una participación de mercado dominante o con un producto y servicio para los que existen grandes barreras de entrada. En nuestra evaluación de los productores de materias primas, normalmente consideramos que los que tienen costos de producción más bajos se encuentran en una posición competitiva más sostenible a lo largo de los ciclos del sector.

→ DIVERSIFICACIÓN:

Al evaluar la diversificación de negocios y la cartera de clientes de empresas no financieras, tomamos en cuenta la diversidad de los productos principales y el alcance o la concentración de la base de clientes de una empresa en diferentes segmentos. También consideramos su presencia geográfica de ventas, puntos de venta físicos y plantas. Normalmente evaluamos si la empresa es líder en sus mercados principales y si esta posición de liderazgo se traduce en poder de fijación de precios y en una posición competitiva más rentable.

Al evaluar la diversidad de los productos principales de la empresa, tomamos en cuenta el número y la combinación de segmentos, así como su contribución a las ventas y la rentabilidad. En general, consideramos que los segmentos de productos principales son aquellos que representan las competencias clave de la empresa y una parte importante de sus ingresos y el flujo de efectivo. Nuestra visión de lo que constituye un segmento de productos puede definirse de manera más acotada o más amplia de lo que podría reportar una empresa.

Consideramos la diversidad y el alcance de la cartera de clientes de la empresa en sus sectores principales, así como la posibilidad de disminución de los ingresos debido a cambios en las preferencias de sus principales clientes o el segmento de consumidores objetivo más importante.

Nuestra evaluación de la diversificación geográfica se basa principalmente en la diversidad de los mercados finales de una empresa dentro de Chile y si tiene una presencia significativa en mercados fuera del país. Las empresas que tienen poca o ninguna concentración geográfica importante a nivel nacional y operan en algunos países fuera del país, con condiciones macroeconómicas similares o más fuertes, suelen estar mejor preparadas para hacer frente a cambios económicos o variaciones en las preferencias de los clientes.

Para las empresas de servicios públicos regulados, nuestra evaluación de la diversificación de clientes se basa en la granularidad de la base de clientes, la combinación de clientes, la dependencia de compradores específicos y la calidad crediticia de estos compradores. El riesgo de comprador para una empresa podría considerarse un riesgo sistémico, debido a la naturaleza interconectada del sistema y a la responsabilidad del regulador de garantizar la continuidad del servicio y la estabilidad financiera del mismo. Tenemos en cuenta la diversidad geográfica de las operaciones de la compañía regulada, que incluye la variedad de regiones y/o regulaciones, estados o ciudades en los que opera la empresa, así como su relevancia económica, y el nivel de exposición a la escasez de agua, los precios de las materias primas y los desastres naturales. Para la diversidad de la base de activos de una empresa, consideramos el número de activos, su calidad, si la empresa opera en algún segmento de negocio más allá de su servicio esencial principal y la diversidad de combustibles.

RENTABILIDAD Y EFICIENCIA

Por qué es importante

Los márgenes de rentabilidad son un indicador importante de la fortaleza general de la marca y la reputación de una empresa, la sostenibilidad de su participación de mercado, su eficiencia en la comercialización de productos y servicios a través de los canales de distribución, su capacidad para invertir en investigación, instalaciones, equipamiento y personal y, en particular, su capacidad para controlar los costos. Una estructura de costos eficiente y manejable es una consideración crediticia particularmente importante para las empresas en sectores más cíclicos con una gran exposición a la volatilidad de los precios, la demanda y la disponibilidad de insumos. Una empresa con fuerte rentabilidad y eficiencia operativa generalmente puede soportar mejor crisis económicas y cíclicas con un menor impacto en sus indicadores crediticios y en su capacidad para pagar deudas y otras obligaciones, que una empresa con menor rentabilidad y eficiencia operativa.

Las tendencias de los ingresos también pueden brindar información importante sobre la capacidad de una empresa para mantener sus niveles de rentabilidad en el mediano y largo plazo. A medida que los ingresos disminuyen, una empresa podría reducir los costos para mantener los márgenes en el corto plazo, pero esta estrategia aplicada de forma indefinida puede poner en riesgo el modelo de negocio de una empresa y disminuir sus perspectivas de rentabilidad en el largo plazo. Por el contrario, un fuerte crecimiento de los ingresos puede respaldar altos márgenes si los costos no se incrementan en la misma proporción, pero también es posible que una compañía tenga poco poder de fijación de precios o control de costos para mitigar el impacto que una desaceleración de la dinámica del mercado pudiera tener en sus márgenes teniendo poco margen de reacción ante eventos de mercado. Por lo tanto, la fortaleza de la rentabilidad de una empresa suele ser una función de la sustentabilidad de sus márgenes y de la trayectoria de sus ingresos.

Las empresas de servicios públicos regulados operan dentro de un ámbito de actividad limitado y normalmente tienen limitaciones contractuales o carecen de flexibilidad para ajustar precios o tarifas de usuario según cambie el mercado. La solidez crediticia de estas empresas está, en cambio, más estrechamente relacionada con la previsibilidad de su flujo de caja y su capacidad para recuperar costos, generar flujo de caja positivo, invertir en la empresa y pagar deudas. Las empresas de servicios públicos regulados que no puedan recuperar costos, por ejemplo en casos donde los costos del combustible o de la energía adquirida aumenten drásticamente mientras las tarifas permanecen sin cambios, probablemente experimentarán un estrés financiero notable y no cubrirán los costos operativos o de servicio de deuda.

Método de evaluación

→ TENDENCIA DE INGRESOS Y SOSTENIBILIDAD DEL MARGEN:

Al evaluar la rentabilidad y la eficiencia de las empresas no financieras consideramos la tendencia de los ingresos y la sustentabilidad del margen de rentabilidad de manera

cualitativa. En nuestra evaluación, consideramos el nivel, la trayectoria y la sustentabilidad de los márgenes de rentabilidad y los ingresos.

Normalmente consideramos, entre otras cosas, el alcance de la flexibilidad operativa de una empresa, además de su capacidad y voluntad para tomar las medidas necesarias para mantener o respaldar el margen de rentabilidad. También solemos evaluar los factores que determinan el crecimiento de los ingresos (por ejemplo, la dinámica del mercado, el crecimiento orgánico, la capacidad de adaptarse a periodos de estrés económico, la diversificación de las fuentes de ingresos, las fusiones y adquisiciones) y los riesgos asociados a esos factores.

Subfactor cualitativo relevante

Tendencia de ingresos y sustentabilidad del margen

APALANCAMIENTO Y COBERTURA

Por qué es importante

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

Para las empresas clasificadas con esta metodología, consideramos cuatro indicadores cuantitativos que miden el apalancamiento y la cobertura de intereses. Una razón de deuda financiera/EBITDA baja, una fuerte capacidad de pago y una sólida cobertura del gasto de intereses suelen indicar una gran capacidad de adaptación a los cambios en sus respectivos mercados y entorno competitivo. Podemos aplicar algunos ajustes a las métricas para mejorar la consistencia y la comparabilidad con los pares.

→ DEUDA BRUTA / EBITDA:

La deuda total a utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) es un indicador de la capacidad de servicio de deuda y el apalancamiento financiero. Esta razón se utiliza comúnmente como indicador de la fortaleza y flexibilidad financiera comparativas.

→ EBIT / GASTO DE INTERESES:

La utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT) a gasto de intereses es un indicador importante de la capacidad de una empresa para pagar obligaciones de intereses y otros de gastos financieros a partir de sus utilidades, calculadas o estimadas por el EBIT. El EBIT es una medida o estimación de los beneficios de la empresa, incluyendo depreciación y amortización, que puede considerarse como un indicador de los gastos mínimos de capital para mantener las operaciones normales del negocio.

→ RCF / DEUDA BRUTA:

El flujo de caja retenido (RCF, por sus siglas in inglés) a deuda bruta es un indicador de la capacidad de una empresa para pagar su deuda. Esta razón brinda información sobre la generación operativa de flujo de efectivo de una empresa, después del pago de dividendos y de impuestos, en relación con la deuda. Cuanto mayor sea el nivel de flujo de efectivo

acumulado en relación con la deuda de un emisor, más efectivo tendrá el emisor para financiar su capital de trabajo, sus gastos de capital, adquisiciones o cualquier reducción de deuda.

→ FFO / DEUDA BRUTA:

La proporción entre los fondos de operaciones (FFO) respecto a la deuda es un indicador de la capacidad de una empresa para generar efectivo y pagar su deuda.

El FFO a la deuda bruta total proporciona una indicación de la generación de efectivo del emisor teniendo en cuenta las necesidades internas de capital circulante, pero antes de los dividendos, impuestos y gastos de capital relativos a la deuda total.

Método de evaluación

→ DEUDA BRUTA / EBITDA:

El numerador es la deuda bruta, y el denominador es el EBITDA.

→ EBIT / GASTO DE INTERESES:

El numerador es EBIT, y el denominador es el gasto de intereses. Para este cálculo o estimación, ajustamos los gastos financieros para eliminar los posibles efectos del tipo de cambio.

→ RCF / DEUDA NETA:

El numerador son los fondos operativos menos los dividendos e impuestos (flujo de caja retenido), y el denominador es la deuda neta.

→ FFO / DEUDA BRUTA:

El numerador son los fondos procedentes de operaciones (FFO), y el denominador es la deuda bruta total.

Indicadores relevantes: Apalancamiento y cobertura

Deuda Bruta / EBITDA: Deuda bruta a utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

EBIT / gasto de intereses: Utilidad antes de intereses e impuestos a gasto de intereses, neto de los efectos del tipo de cambio.

RCF / Deuda bruta: Flujo de caja retenido a deuda bruta

POLÍTICA FINANCIERA

Por qué es importante

La política financiera incluye la tolerancia al riesgo financiero y el compromiso con un fuerte perfil crediticio por parte del equipo directivo y el consejo de administración. Es un determinante clave de la clasificación, ya que afecta directamente los niveles de deuda, la calidad crediticia, el rumbo de la compañía y el riesgo de cambios adversos en la estructura financiera y de capital.

La tolerancia al riesgo financiero sirve de guía para la inversión y la distribución de capital. En general, se considera que las empresas que utilizan su flexibilidad financiera para mantener sus perfiles crediticios son más solventes que las que utilizan esa flexibilidad para financiar una adquisición estratégica, la distribución de efectivo a los accionistas, una escisión o división u

otras operaciones de apalancamiento. Por el contrario, la fortaleza crediticia de una empresa puede tener mayor capacidad para afrontar un evento de apalancamiento moderado si el equipo directivo asigna una alta prioridad a la protección de los intereses de los acreedores por sobre los de los accionistas. El manejo de la liquidez es un aspecto importante de la gestión general del riesgo y puede brindar información sobre la tolerancia al riesgo.

Método de evaluación

→ POLÍTICA FINANCIERA:

Al evaluar la fortaleza de la política financiera de una empresa, tomamos en cuenta la naturaleza y la estabilidad de sus políticas financieras, incluyendo su gestión de riesgos y liquidez. Ponemos atención al uso que el equipo directivo hace del flujo de efectivo durante las diferentes fases de los ciclos económicos y de la industria. También podemos considerar la probabilidad y el posible impacto negativo de fusiones y adquisiciones u otro tipo de eventos que transformen el balance o la estructura de capital de la empresa. Por ejemplo, una empresa con un historial de adquisiciones financiadas por deuda generalmente será más débil en este factor que una empresa con políticas financieras más estables y conservadoras.

También podemos considerar la probabilidad y el posible impacto negativo de fusiones y adquisiciones (M&A) u otros tipos de eventos que transforman el balance o la estructura de capital de la empresa. Por ejemplo, una empresa con historial de adquisiciones financiadas por deuda suele considerarse más débil por este factor que una que tiene políticas financieras más estables y conservadoras.

Nuestra evaluación también considera el equilibrio entre los beneficios de los accionistas y los intereses de los acreedores. Un historial de medidas que favorecen a los accionistas a expensas de los acreedores puede ser considerado negativo para la calidad crediticia de la empresa. También podemos considerar la manera en que el equipo directivo responde a eventos claves, como cambios en los mercados crediticios y el entorno de liquidez, acciones legales, desafíos competitivos o presiones regulatorias.

Indicador relevante: Política Financiera

Política Financiera

Otras consideraciones

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

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

Historial financiero limitado

Un historial financiero demostrable puede ser fundamental para que una empresa no financiera pueda acceder al crédito y obtener capital, lo que generalmente es necesario para su crecimiento y respalda su capacidad para afrontar un ciclo de baja actividad económica. En el caso de las empresas que carecen de un historial financiero, nuestras proyecciones pueden reflejar expectativas más conservadoras que las proyecciones del equipo directivo.

Controles financieros y revelaciones

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

Liquidez

La liquidez puede ser crucial para las clasificaciones, ya que una liquidez débil aumenta otros riesgos que deben enfrentar las empresas. Normalmente analizamos los posibles requerimientos de liquidez de corto plazo desde la perspectiva de las fuentes y usos de efectivo, y también podemos considerar la forma en que los escenarios de estrés pueden afectar la liquidez de una empresa. Para la mayoría de las empresas no financieras, una liquidez fuerte no aumenta la clasificación, pero una liquidez débil podría disminuirla.

En algunos sectores, 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 satisfacer la demanda de los clientes o la ejecución operativa.

Estrategia del equipo directivo

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

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 emisores en diferentes sectores. En muchos sectores, todos los emisores tienen un nivel similar de exposición a los riesgos ESG. En estos casos, este tipo de riesgos pueden diferenciar las clasificaciones en el sector con respecto a otros sectores, pero normalmente solo diferencian clasificaciones dentro del mismo sector cuando un emisor es inusualmente fuerte o débil en un aspecto ambiental, social o de gobierno corporativo en particular. Algunas consideraciones de riesgos ESG podrían estar incluidas en nuestro análisis, en un sector, mercado o industria específicos, o en un nivel específico de

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

→ AMBIENTALES:

El riesgo ambiental se divide en dos categorías generales: (i) las consecuencias de las iniciativas regulatorias o de políticas que buscan reducir o prevenir las tendencias o peligros ambientales, o las tendencias o peligros percibidos; y (ii) los efectos adversos de las tendencias y peligros ambientales directos, como la contaminación, la sequía, graves desastres naturales y causados por el hombre, el agotamiento del capital natural, los costos de limpieza y el cambio climático.

En términos generales, clasificamos los riesgos ambientales que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) descarbonización; (ii) riesgos físicos del cambio climático; (iii) manejo del agua; (iv) residuos y contaminación; y (v) capital natural.

→ SOCIALES:

Las consideraciones sociales se dividen en dos categorías generales: (i) consideraciones específicas de cada emisor, como los problemas de seguridad de los productos que perjudican la reputación de un emisor; y (ii) efectos adversos de factores externos, como la regulación que conduce a mayores costos de cumplimiento o crea normas estrictas de trabajo. Las empresas también pueden verse afectadas por factores sociales en el sector público. Por ejemplo, el nivel de educación de los trabajadores afecta la capacidad de una empresa para contratar empleados calificados.

En términos generales, clasificamos los riesgos sociales del sector privado que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) relación con el cliente; (ii) capital humano; (iii) tendencias demográficas y sociales; (iv) salud y seguridad; y (v) producción responsable.

→ GOBIERNO CORPORATIVO:

El gobierno corporativo se refiere al marco y los procesos a través de los cuales se toman decisiones y se llevan a cabo acciones relacionadas. En el caso de las entidades corporativas, los distintos componentes del gobierno corporativo ayudan en la dirección y gestión de actividades financieras y comerciales. Nuestra evaluación de gobierno corporativo considera la política financiera y el historial de una empresa, la propiedad y el control, la supervisión y la eficacia del consejo de administración, la estructura y compensación del equipo directivo.

En términos generales, clasificamos los riesgos de gobierno corporativo de las entidades que suelen ser los más importantes desde el punto de vista crediticio en cinco categorías: (i) estrategia financiera y gestión de riesgos; (ii) credibilidad e historial del equipo directivo; (iii) estructura organizativa; (iv) cumplimiento y presentación de reportes; y (v) estructura, políticas y procedimientos del consejo de administración.

Las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo suelen tener un riesgo desproporcionado a la baja. Sin embargo, estas no siempre son negativas y en raras ocasiones

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

pueden ser una fuente de fortaleza crediticia. Por ejemplo, es más probable que una empresa con un gobierno corporativo extraordinariamente fuerte tenga una cultura de evaluación integral de los riesgos y de toma de decisiones informadas con miras a la sostenibilidad de largo plazo.

Indicadores adicionales

Los indicadores incluidos en los factores de la metodología son aquellos que suelen ser más importantes para asignar clasificaciones a empresas no financieras; sin embargo, podemos utilizar indicadores adicionales que son relevantes para nuestro análisis de sectores o empresas específicas. Estos indicadores adicionales pueden ser importantes para nuestra visión a futuro de los indicadores incluidos en la metodología, o pueden brindar información adicional específica de cada sector o emisor.

Otros

Podemos incorporar otras consideraciones que son importantes para el perfil crediticio de una empresa en particular. Por ejemplo, puede haber factores adicionales que, si bien no son comunes en las empresas no financieras, son relevantes para una empresa determinada.

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

Además, otras consideraciones para una entidad que emite deuda en el mercado chileno incluyen el arrastre crediticio o el apoyo crediticio relacionado con el entorno operativo en su país de origen, lo cual puede no reflejarse plenamente en una evaluación de la clasificación del emisor en comparación con otras entidades chilenas. Normalmente consideramos el rendimiento económico y la solvencia soberana del país de origen de la entidad para evaluar esta consideración.

Existe la posibilidad de que un evento inesperado (riesgo de evento) pueda provocar una caída fuerte y repentina de la capacidad crediticia fundamental de un corporativo. Los riesgos de evento, que son variados y tienden a tener baja probabilidad y alto impacto, pueden afectar incluso a una entidad estable y con buen nivel de patrimonio. Otros tipos de riesgos de evento incluyen fusiones y adquisiciones, escisiones o divisiones, litigios, pandemias, delitos informáticos significativos y distribuciones de dividendos a los accionistas.

Análisis de escenarios

Las clasificaciones asignadas pueden considerar un 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 del soporte y garantías

Además de los factores de clasificación y otras consideraciones, las clasificaciones de las empresas no financieras de Chile incorporan nuestra evaluación del soporte —explícito o implícito— de una matriz, filial, gobierno u otra entidad.

En Chile, una matriz o filial generalmente brinda soporte explícito en forma de contribuciones de capital que pueden proporcionar una reducción de riesgos limitada a la empresa que recibe soporte. Con menos frecuencia, una matriz o filial puede proporcionar una garantía directa que normalmente tiene por objeto transferir la calidad crediticia de la entidad que brinda soporte a la empresa que lo recibe. Este tipo de apoyo explícito, aunque es poco frecuente, puede igualar la calidad crediticia de la empresa que recibe soporte con la de la entidad que lo brinda. Al analizar este tipo de soporte, consideramos la naturaleza jurídica específica y la aplicabilidad del soporte, así como su posible pago puntual y cancelación.

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

Cuando existe soporte, la clasificación de la empresa que lo recibe suele obtener un alza de uno a tres notches con respecto a su perfil crediticio intrínseco, aunque en algunos casos es posible un alza de más notches, pero normalmente solo cuando se proporciona un fuerte soporte explícito y nunca por encima de la clasificación de quien brinda el soporte.

En los casos de soporte explícito o implícito, también tomamos en cuenta que el perfil crediticio intrínseco de la entidad que da soporte puede verse arrastrado por la entidad que recibe el soporte.

Si bien en la mayoría de los casos el soporte es gradualmente positivo para la empresa que lo recibe, en algunos casos, ser filial de una matriz o de otra entidad puede limitar la clasificación

de una empresa. Por ejemplo, la presencia de una matriz o filiales débiles podría ejercer presión en las utilidades y el capital de la empresa que recibe soporte, lo que podría dar lugar a que la clasificación de una empresa sea inferior a su perfil crediticio intrínseco.

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

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

EMISORES RELACIONADOS CON EL GOBIERNO

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

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

Asignación de clasificaciones de emisor, de instrumentos y garantías

Luego de considerar los factores de clasificación y otras consideraciones de clasificación, normalmente asignamos una clasificación de emisor o una clasificación senior no garantizada a

las empresas clasificadas bajo esta metodología. También podemos asignar clasificaciones de corto plazo.

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

FIGURA 4 Guía para el ajuste de escalones aplicable en la mayoría de los casos

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

Fuente: ICR

Nuestro análisis de los holdings toma en cuenta la subordinación estructural y la diversificación o concentración de flujos de efectivo de sus subsidiarias disponibles para el holding, así como acuerdos de soporte específicos de cada emisor. La brecha entre los holdings y las compañías operadoras podría ser de hasta 6 notches; en la asignación de las clasificaciones resultantes, podrían considerarse restricciones legales, regulatorias o de otro tipo. Sin embargo, nuestras clasificaciones toman en cuenta todas las consideraciones relevantes, de modo que las clasificaciones asignadas podrían tener una diferencia aún mayor en algunos casos. Asimismo, a medida que los emisores experimentan estrés financiero, podemos tener una mayor visibilidad de los escenarios de pérdida que conduzca a un notching mayor entre las clasificaciones de los miembros del grupo.

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

Garantías: Sustitución de Crédito y Otras Garantías

El apoyo crediticio de terceros suele ser proporcionado por un banco, un garante financiero o una entidad corporativa y es utilizado por municipios, entidades sin fines de lucro, empresas privadas y patrocinadores de valores financieros estructurados para acceder al mercado de capitales a un costo menor con una clasificación crediticia más alta de lo que se podría lograr de forma independiente.

Por lo general, a las transacciones que se clasifican sobre la base del enfoque de aquellas garantías que son consideradas como sustitución de crédito se les asigna una clasificación coherente con la clasificación del proveedor de apoyo crediticio, siempre que sea más alta que la clasificación subyacente del valor garantizado. El objetivo de una transacción que utiliza este enfoque es aislar a los inversores del rendimiento, el incumplimiento o la quiebra del emisor y proporcionar el pago del principal y los intereses devengados sobre la deuda a su vencimiento. Dadas las diferencias en las formas de apoyo, la variación en las estructuras legales, las

relaciones subyacentes y las circunstancias específicas que rodean cada financiamiento, las evaluaciones de clasificación se realizan sobre la base de transacciones específicas.

Con el fin de reflejar mejor el riesgo de crédito en un valor totalmente respaldado o garantizado, aplicaremos la clasificación que sea más alta entre la clasificación del proveedor de soporte o garantía y la clasificación subyacente publicada para el emisor y, por lo tanto, rastreamos la clasificación de un proveedor de soporte y la clasificación del emisor.

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

- i) La garantía establece que es irrevocable e incondicional.
- ii) La garantía promete el pago completo y oportuno de la obligación subyacente.
- iii) La garantía cubre el pago, sin la necesidad de que este necesite ser solicitado o cobrado.
- iv) La garantía cubre pagos de preferencias, cargos de transferencia fraudulentos u otros pagos que hayan sido rescindidos, repudiados o "recuperados".
- v) El garante renuncia a todas las defensas.
- vi) El plazo de la garantía se extiende tanto como el plazo de la obligación subyacente.
- vii) La garantía es oponible al garante.
- viii) La transferencia, cesión o modificación de la garantía por parte del garante no supone un deterioro del soporte crediticio proporcionado por la garantía.
- ix) La garantía se rige por la ley de una jurisdicción que sea hospitalaria para la ejecución de garantías.

Una cobertura parcial de un garante no se considera suficiente para sustituir la clasificación crediticia y no evita el incumplimiento del instrumento subyacente. Sin embargo, se analizarán las características y el grado de cobertura de la garantía para evaluar su impacto en la clasificación.

Clasificaciones de acciones para empresas no financieras

También podemos asignar clasificaciones a acciones de empresas no financieras y sus *holdings*.⁴ Al asignar estas clasificaciones, incorporamos una combinación de factores cualitativos y cuantitativos que proporcionan indicaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades, así como la liquidez de sus acciones.

Capacidad para generar utilidades

En nuestra evaluación de la capacidad de la entidad para generar utilidades, normalmente tenemos en cuenta la solvencia de la entidad y la generación de ingresos que proporciona a los accionistas. Cuanto mayor sea la volatilidad o variabilidad de los flujos de efectivo, mayor será la incertidumbre y menor será la capacidad de generar beneficios de forma consistente. Evaluamos la capacidad de generar utilidades en función de la clasificación del emisor o de la entidad senior no garantizada (en situaciones en las que la única clase de deuda es senior garantizada, podemos utilizar la clasificación de esta deuda).

⁴ Consulte las Escalas de Clasificación de ICR en el Anexo B.

FIGURA 5 Puntuación de la capacidad para generar utilidades

Depósitos, emisor o deuda senior no garantizada	Puntuación
Mayor o igual a AA-.cl	Muy Alta
A+.cl a BBB+.cl	Alta
BBB.cl a BBB-.cl	Moderada
Menor o igual a BB+.cl	Baja
E.cl	Sin información

Fuente: ICR

Liquidez del mercado

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

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

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

Resultado indicado por la matriz

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

FIGURA 6 Matriz de clasificaciones de acciones

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

Fuente: ICR

Consideraciones adicionales

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

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

Asignación de la clasificación de acciones

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

Limitaciones generales de la metodología

Esta metodología no incluye una descripción exhaustiva de todos los factores que podemos considerar al momento de asignar clasificaciones en los sectores aquí cubiertos. Las empresas no financieras 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 una compañía; sin embargo, a medida que se prolonga el horizonte de largo plazo, aumenta la incertidumbre y disminuye la utilidad de estimaciones precisas. En la mayoría de los casos, los riesgos de más corto plazo son más significativos para los perfiles crediticios del emisor y, por lo tanto, tienen un impacto más directo en las clasificaciones. Sin embargo, en algunos casos, nuestra visión de las tendencias de más largo plazo puede afectar las clasificaciones.

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

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

Limitaciones de las matrices de clasificación

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

Los factores no incluidos en las matrices de clasificación pueden ser importantes para las clasificaciones, y su importancia relativa también puede variar de una institución a la otra. Podemos utilizar las matrices de clasificación en diferentes períodos históricos o a futuro y en casos de información faltante, si así lo consideramos, haremos supuestos conservadores sobre la misma basándonos en tendencias, información histórica, de la industria y de los pares. Asimismo, en nuestras clasificaciones solemos incorporar visiones a futuro de los riesgos y



mitigantes de manera cualitativa. Como resultado, los resultados de las matrices de clasificación pueden diferir de las clasificaciones asignadas.

Apéndice A: Matrices de Clasificación de ICR

FIGURA 7 Matriz de clasificación de Empresas no Financieras

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 - 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 - 13,5	13,5 - 16,5	16,5 - 19,5	19,5 - 20,5
ESCALA	Ingresos (CLP mm) *1	10%	9.000.000 → 1.000.000	1.000.000 → 250.000	250.000 → 200.000	200.000 → 150.000	150.000 → 100.000	100.000 → 50.000	50.000 → 25.000	25.000 → 10.000
	Posición Competitiva	15%	Posición de mercado líder y bajos desafíos competitivos. Barreras de entrada extremadamente altas debido a que la oferta de productos o servicios es muy difícil de repetir, o la empresa tiene concesiones, permisos, liderazgo tecnológico o derechos exclusivos para operar sin tomar en cuenta la competencia.	Participación de mercado sólida y estable y bajos desafíos competitivos; altas barreras de entrada debido a que la oferta de productos o servicios es muy difícil de repetir en el corto y mediano plazo, o la empresa tiene una posición sólida entre otros proveedores para operar en Chile.	Competidor muy sólido en su sector, con una fuerte participación de mercado y bajos desafíos competitivos. O Participante de mercado muy sólido con una fuerte participación de mercado, pero con cierta exposición a desafíos competitivos; barreras de entrada moderadas a altas debido a ofertas de productos o servicios, o la empresa es uno de los pocos proveedores autorizados a operar en Chile.	Competidor bien posicionado en su sector, con una participación de mercado moderada y exposición moderada a amenazas o desafíos competitivos. O Competidor bien posicionado en el sector, pero con cierta exposición a desafíos competitivos; barreras de entrada moderadas debido a una posible sustitución de productos o servicios, o una gran cantidad de participantes de mercado a los que se les permite operar en Chile.	Posición de mercado moderada a baja, con una exposición moderada a alta a desafíos competitivos en un sector con barreras de entrada bajas y fácil sustitución de productos; o una gran cantidad de proveedores a los que se les permite operar en la misma área de servicio.	La empresa tiene una pequeña posición de mercado en un sector prácticamente sin barreras de entrada.	Empresa con una participación de mercado mínima o con elevados desafíos competitivos.	Empresa nueva sin historial.

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
	Diversificación	10%	Diversificación de negocios muy fuerte en comparación con otras empresas del país. Normalmente tiene varios segmentos de negocio importantes y una amplia gama de productos en diferentes segmentos; diversidad de clientes extremadamente alta sin una concentración importante de clientes; alcance geográfico extremadamente amplio en el mercado interno; o negocio muy significativo en regiones estables fuera de Chile.	Fuerte diversificación de negocios en comparación con otras empresas del país. Normalmente tiene múltiples segmentos de negocio y una amplia gama de productos en diferentes segmentos; alta diversidad de clientes en sus segmentos principales; alcance geográfico muy amplio en el mercado interno; o negocio significativo fuera de Chile.	Buena diversificación de negocios en comparación con otras empresas del país. Normalmente tiene uno o más segmentos de negocio y una buena gama de productos en al menos un segmento; alta diversidad de clientes en sus segmentos principales; bien diversificada en el mercado interno o puede tener algún negocio fuera de Chile.	Diversificación de negocios moderadamente buena en comparación con otras empresas del país. Normalmente tiene una amplia gama de productos en al menos un segmento y una diversificación de clientes moderada a débil; bien diversificada en el mercado interno con importante presencia en varias áreas geográficas clave de Chile.	Diversificación de negocios moderada en comparación con otras empresas del país. Normalmente depende de una gama bastante limitada de productos o clientes, u opera principalmente en algunas áreas de Chile.	Dependen en gran medida de una gama limitada de productos o clientes, o las ventas se limitan a una o dos áreas geográficas secundarias de Chile.	Participante en un nicho de mercado de un segmento de negocio pequeño o alta dependencia de un solo producto o cliente.	Participante en un nicho de mercado de un segmento de negocio muy pequeño o alta dependencia de un solo producto o cliente cuestionados.
RENTABILIDAD Y EFICIENCIA APALANCAMIENTO Y COBERTURA	Tendencia de ingresos y sustentabilidad del margen	10%	Fuerte crecimiento continuo de los ingresos significativamente por encima del PIB y márgenes constantemente por encima del promedio del sector. Generación de flujo de efectivo altamente estable a través de los ciclos industriales y económicos.	Fuerte crecimiento continuo de los ingresos por encima del PIB y márgenes mayormente por encima del promedio del sector. Generación muy estable de flujo de efectivo a través de los ciclos industriales y económicos.	Crecimiento de los ingresos estable o moderadamente por encima del PIB y márgenes moderadamente más fuertes o en línea con el promedio del sector. Generación estable de flujo de efectivo a través de los ciclos industriales y económicos.	Ingresos estables en línea con el PIB o volatilidad moderada de los márgenes, en comparación con el promedio de la industria. Generación de flujo de efectivo moderadamente cíclica a lo largo de los ciclos industriales.	Expectativa de una disminución estable a moderada de los ingresos, con cierta volatilidad en los márgenes en comparación con el promedio del sector. Generación de flujo de efectivo cíclica a lo largo de los ciclos industriales.	Expectativa de una disminución de los ingresos; los márgenes son más débiles o más volátiles que el promedio del sector. Generación de flujos de efectivo altamente cíclicos.	Ingresos en rápida disminución; márgenes bajos y generación de flujo de efectivo altamente volátil.	Se espera que la caída pronunciada de los ingresos y los márgenes sea negativa. Generación de flujo de efectivo extremadamente volátil.
	Deuda Bruta / EBITDA *2	15%	1x → 2,5x	2,5x → 3,5x	3,5x → 5x	5x → 7x	7x → 9x	9x → 12x	12x → 15x	15x → 20x
	EBIT / Gasto de intereses *3	10%	1000% → 500%	500% → 250%	250% → 150%	150% → 100%	100% → 50%	50% → %	0% → -100%	-100% → -200%

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
POLÍTICA FINANCIERA	RCF / Deuda bruta *4	15%	80% → 15%	15% → 10%	10% → 7,5%	7,5% → 2,5%	2,5% → 0%	0% → -5%	-5% → -10%	-10% → -20%
	Política Financiera	15%	Se espera tener políticas financieras estables y conservadoras, incluyendo la gestión de riesgos y liquidez. Políticas financieras bien definidas en línea con las empresas públicas que cotizan en la Bolsa de Santiago. Historial de adhesión a sus políticas financieras; básicamente sin riesgo de evento que ocasionaría una transición de la clasificación; compromiso público con un perfil crediticio muy fuerte en el largo plazo.	Se espera tener políticas financieras muy conservadoras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez); mínimo riesgo de evento que ocasionaría una transición de la clasificación; y compromiso público con un perfil crediticio fuerte en el largo plazo.	Se espera tener políticas financieras predecibles (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que preserven los intereses de los acreedores; si bien existe un riesgo de evento moderado, es probable que el efecto en el apalancamiento sea bajo y temporal; fuerte compromiso con un perfil crediticio sólido.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que equilibren los intereses de los acreedores y los accionistas; existe cierto riesgo de que adquisiciones financiadas con deuda o las distribuciones de dividendos a accionistas generen un perfil crediticio más débil.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que tiendan a favorecer a los accionistas por sobre los acreedores; riesgo financiero por encima del promedio que surge de las distribuciones de dividendos a los accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que favorezcan a los accionistas por sobre los acreedores; riesgo financiero alto que surge de las distribuciones de dividendos a los accionistas, adquisiciones u otros cambios significativos en la estructura de capital.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que presenten un riesgo elevado de reestructuración de la deuda en diversos entornos económicos.	Se espera tener políticas financieras (incluyendo la gestión de riesgos y liquidez) que presenten un riesgo elevado de reestructuración de la deuda incluso en entornos económicos favorables.

*1 Un valor de 9.000.000 o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 10.000 o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

*2 Un valor de 1x o menor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 20x o mayor equivale a una puntuación numérica de 20,5. Si el EBITDA es negativo, entonces la puntuación numérica es 20,5.

*3 Un valor de 1000% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -200% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

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

La puntuación obtenida para cada subfactor cualitativo y la puntuación obtenida a través de la interpolación lineal para cada subfactor numérico se multiplica por el peso de ese subfactor, y los resultados se suman para producir una puntuación numérica agregada. Las puntuaciones numéricas agregadas se asignan a una clasificación indicativa después de la tabla en FIGURA 9 . Luego consideramos si el resultado preliminar que resulta de la tarjeta de puntuación debe ser puntuado hacia arriba o hacia abajo de acuerdo con los factores descritos en Otras consideraciones, apoyo y tipo de instrumento de acuerdo con la metodología.



OTRAS CONSIDERACIONES (hasta +5 o -20 notches)	Historial financiero limitado (-3 a 0 notches)
	Controles financieros y revelaciones (-3 a 0 notches)
	Liquidez (-3 a 2 notches)
	Estrategia del equipo directivo (-3 a 2 notches)
	Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (-3 a 2 notches)
	Indicadores adicionales (-3 a 2 notches)
	Otros (-20 a 2 notches)
SOPORTE	Soporte Extraordinario

Fuente: ICR

FIGURA 8 Matriz de clasificación de Empresas de Servicios Públicos Regulados

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
PERFIL DE NEGOCIOS	Diversificación	10%	Diversificación de clientes extremadamente alta. La base de clientes fragmentada o el riesgo del comprador se considera riesgo sistémico. Amplia presencia geográfica, presente en varias regiones de Chile. Fuerte diversificación de la base de activos en relación con otras empresas de servicios públicos reguladas en el país. Normalmente opera en más de un segmento o es una empresa energética integrada.	Alta diversificación de clientes, base de clientes fragmentada y baja exposición a compradores específicos. Diversificada geográficamente en varias regiones de Chile o presente en una región económicamente fuerte. Diversificación moderada de la base de activos.	Alta diversificación de clientes, con exposición a algunos compradores relevantes, pero con un fuerte perfil crediticio. Activos ubicados en una sola ciudad o una región económica más débil. Cierta exposición al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Diversificación de la base de activos moderadamente baja.	Diversificación moderada de clientes. Cierta concentración de la base de clientes; exposición a algunos compradores con un perfil crediticio moderado. Activos ubicados en una sola ciudad o en una región económica más débil. Exposición moderada al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Base de activos poco diversificada.	Concentración de la base de clientes; Los compradores tienen perfiles crediticios débiles o desconocidos. Concentrado geográficamente con una exposición moderadamente alta al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Base de activos concentrada y con una calidad inferior a la media del sector.	Errores en la colección de clientes. Concentrado geográficamente con alta exposición al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Base de activos concentrada y de baja calidad. Disputas con la autoridad otorgante y/o regulador.	Errores en la colección de clientes. Concentrados geográficamente con muy alta exposición al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Disputas con la autoridad otorgante y/o regulador con respecto a la continuidad de la concesión.	Errores en la colección de clientes. Concentrado geográficamente con una exposición extremadamente alta al riesgo de eventos debido a factores climáticos. Concesión en proceso de terminación anticipada.
			Las tarifas se fijan en niveles que generalmente permiten la recuperación de todos los costos operativos y un rendimiento de la inversión que se considera justo; impugnaciones limitadas o desautorizaciones por parte del regulador de los supuestos de costos de la empresa; Historial demostrado de desempeño operativo por encima de los requisitos regulatorios / contractuales.	Las tarifas se fijan a niveles que generalmente permiten la recuperación adecuada de la mayoría de los costos operativos; el rendimiento de las inversiones se considera justo, pero algunos casos con disputas o desautorizaciones por parte del regulador de los supuestos de costos de la empresa; Historial demostrado de desempeño operativo en línea con los requisitos regulatorios / contractuales.	Las tarifas se fijan en niveles que generalmente permiten la recuperación de la mayoría de los costos operativos; rendimiento de las inversiones considerado moderadamente inferior a la media, impugnaciones o desautorizaciones por parte del regulador de los supuestos de costos de la empresa; Historial demostrado de desempeño operativo moderadamente por debajo de los requisitos regulatorios / contractuales, pero en una trayectoria positiva para cerrar la brecha.	Las tarifas se fijan en niveles que no permiten la recuperación de los costos de los materiales y el retorno de la inversión se considera bajo. Frecuentes impugnaciones o desautorizaciones por parte del regulador de los supuestos de costos de la empresa; El rendimiento operativo está constantemente por debajo de los requisitos reglamentarios/contractuales mínimos con desafíos para revertir la trayectoria en el período proyectado.	Las tarifas se fijan en niveles que generalmente no permiten la recuperación de la mayoría de los costos. Los reguladores a menudo pueden preguntar arbitrariamente sobre los gastos o no autorizar aumentos en las tarifas relacionadas con la compensación de las operaciones normales; Rendimiento operativo consistentemente por debajo de los requisitos reglamentarios/contractuales mínimos con alertas de posible terminación anticipada.	Las tarifas se fijan en niveles que no permiten la recuperación de todos los costos y salidas de efectivo, y la recuperación de los gastos en efectivo puede estar en riesgo, lo que puede llevar a la incapacidad de pagar los costos del servicio de la deuda. Alto riesgo de terminación anticipada o desautorizaciones de revisión de tarifas debido a un desempeño operativo deficiente.	Las tarifas se establecen a un nivel que no permite recuperar los costos en efectivo, lo que lleva a la incapacidad de mantener las operaciones o cumplir con el servicio de la deuda. Es muy probable que se realicen procedimientos de terminación anticipada.	La concesión se terminó anticipadamente.

Factor	Subfactor	Ponderación	AAA.cl	AA.cl	A.cl	BBB.cl	BB.cl	B.cl	CCC.cl	CC.cl
		Puntuación (núm) >	0,5 - 1,5	1,5 – 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 – 13,5	13,5 – 16,5	16,5 – 19,5	19,5 – 20,5
APALANCAMIENTO Y COBERTURA	Deuda Bruta / EBITDA *1	12,5%	2x → 4x	4x → 7x	7x → 9x	9x → 11x	11x → 14x	14x → 18x	18x → 24x	24x → 30x
	EBIT / Gastos de intereses *2	12,5%	6x → 3,5x	3,5x → 2x	2x → 1,5x	1,5x → 1x	1x → 0,5x	0,5x → 0x	0x → -1x	-1x → -2x
	FFO / Deuda Bruta *3	15%	40% → 20%	20% → 15%	15% → 10%	10% → 5%	5% → 2,5%	2,5% → 0%	0% → -5%	-5% → -10%
	RCF / Deuda Bruta *4	10%	80% → 15%	15% → 10%	10% → 7,5%	7,5% → 2,5%	2,5% → 0%	0% → -5%	-5% → -10%	-10% → -20%
	Política financiera	15%	Una política financiera bien definida, estable y conservadora, incluida una mejor gestión del riesgo y la liquidez, y un historial comprobado de adhesión a la política establecida; el riesgo de eventos que podría causar un cambio repentino de clasificación o liquidez es esencialmente bajo e improbable; compromiso demostrado con un sólido perfil crediticio a largo plazo.	Una política financiera estable y conservadora, que incluya una sólida gestión del riesgo y la liquidez; riesgo de evento que podría causar un cambio repentino de clasificación o liquidez es bajo; compromiso con un sólido perfil crediticio a largo plazo.	Una política financiera previsible, incluida una gestión adecuada de los riesgos y la liquidez, que preserve los intereses de los acreedores; Aunque existe un riesgo de evento moderado, es probable que tenga un impacto temporal y/o de bajo a moderado en las métricas financieras; compromiso con un sólido perfil crediticio a mediano plazo.	Política (o práctica) financiera, incluida la gestión de riesgos y liquidez, que sea capaz de equilibrar los intereses de los acreedores y los accionistas; Los riesgos de eventos que podrían causar un cambio repentino en la clasificación o la liquidez son moderados, con un efecto probable en las métricas financieras.	Política (o práctica) financiera modestamente agresiva, incluida la gestión de riesgos y liquidez, que tiende a favorecer a los accionistas sobre los acreedores; Los riesgos de eventos que podrían causar un cambio repentino en la clasificación o la liquidez son más probables que el promedio, con un efecto en las métricas financieras.	Política (o práctica) financiera agresiva que tiende a favorecer a los accionistas sobre los acreedores; alto riesgo de evento que podría causar un cambio repentino de clasificación o liquidez, con un efecto material en las métricas financieras.	Ausencia de una política (o práctica) financiera extremadamente agresiva, que conduce a un riesgo elevado de reestructuración de la deuda en diferentes entornos económicos.	Ausencia de una política (o práctica) financiera demasiado agresiva, que conduce a un riesgo elevado de reestructuración de la deuda incluso en entornos económicos saludables.



*1 Un valor de 2x o menor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de 30x o mayor equivale a una puntuación numérica de 20,5.
*2 Un valor de 6x o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -2x o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.
*3 Un valor de 40% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -10,% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.
*4 Un valor de 80% o mayor equivale a una puntuación numérica de 0,5. Un valor de -20% o menor equivale a una puntuación numérica de 20,5.

La puntuación obtenida para cada subfactor cualitativo y la puntuación obtenida a través de la interpolación lineal para cada subfactor numérico se multiplica por el peso de ese subfactor, y los resultados se suman para producir una puntuación numérica agregada. Las puntuaciones numéricas agregadas se asignan a una clasificación indicativa después de la tabla en FIGURA 9 . Luego consideramos si el resultado preliminar que resulta de la tarjeta de puntuación debe ser puntuado hacia arriba o hacia abajo de acuerdo con los factores descritos en Otras consideraciones, apoyo y tipo de instrumento de acuerdo con la metodología.

OTRAS CONSIDERACIONES (hasta +5 o -20 notches)	Historial financiero limitado (-3 a 0 notches)
	Controles financieros y revelaciones (-3 a 0 notches)
	Liquidez (-20 a 3 notches)
	Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (-3 a 2 notches)
	Indicadores adicionales (-3 a 2 notches)
	Otros (-20 a 2 notches)

SOPORTE	Soporte Extraordinario
---------	------------------------

Fuente: ICR

FIGURA 9 Resultado indicado por el matriz de clasificación

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

Fuente: ICR

Apéndice B: Escalas de clasificación de ICR

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE LARGO PLAZO

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

FIGURA 10 Escala de clasificación de largo plazo

Escala de clasificación de ICR	Escala de clasificación estándar	Definición
AAA.cl	AAA	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
AA+.cl	AA+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
AA.cl	AA	
AA-.cl	AA-	
A+.cl	A+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
A.cl	A	
A-.cl	A-	
BBB+.cl	BBB+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
BBB.cl	BBB	
BBB-.cl	BBB-	
BB+.cl	BB+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y el capital.
BB.cl	BB	
BB-.cl	BB-	
B+.cl	B+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y el capital.
B.cl	B	
B-.cl	B-	
CCC+.cl	C	Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
CCC.cl		
CCC-.cl		
CC.cl		

C.cl	D	Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.
E.cl	E	Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente, o no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

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

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE CORTO PLAZO

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

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

FIGURA 11 Escala de clasificación de corto plazo

Clasificación Escala ICR	Clasificación escala estándar	Definición
ML A-1+.cl	N1+	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
ML A-1.cl	N1	
ML A-2.cl	N2	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
ML A-3.cl	N3	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
ML B.cl ML C.cl	N4	Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles antes definidos.
ML 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 12 Relación estándar entre las escalas de clasificación de largo y corto plazo

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

ESCALA DE CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS

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

FIGURA 13 Escala de clasificación de títulos accionarios

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

CLASIFICACIONES DE EMISOR

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

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

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



CLASIFICACIONES INDICATIVAS

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

SERVICIOS DE EVALUACIÓN DE CLASIFICACIONES

El servicio de evaluación de clasificaciones (RAS, por sus siglas en inglés) es una opinión confidencial, no publicada, no monitoreada y de un momento específico sobre las clasificaciones crediticias potenciales o el impacto potencial en las clasificaciones crediticias asignadas, en uno o más escenarios hipotéticos (definidos a continuación) comunicados por escrito a ICR por una entidad clasificada u otro solicitante. Las evaluaciones de clasificaciones no son equivalentes a las clasificaciones crediticias tradicionales de ICR ni las representan. Sin embargo, las evaluaciones de clasificaciones se expresan en la escala de clasificación tradicional de ICR. Un escenario es una propuesta de transformación de crédito de una transacción, un proyecto o una emisión de deuda que altera considerablemente el estado actual del emisor (como adquisiciones, cesiones, recompras de acciones, listados, ofertas públicas iniciales y reestructuraciones materiales), o una variación significativamente diferente de dicha transacción, proyecto o emisión de deuda, incluyendo un cambio sustancial del monto total de la deuda en cuestión.

Otros símbolos de clasificación

RETIRADA (RET)

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

SIN CLASIFICACIÓN (SC)

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

Otras definiciones

DEFINICIÓN DE INCUMPLIMIENTO

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

- a. Un pago no realizado o retrasos en el pago de intereses o principal establecidos por contrato (excepto pagos no realizados regularizados dentro de un período de gracia contractualmente permitido), como se define en los contratos de crédito y en los contratos de emisión.
- b. Una declaración de quiebra o administración judicial por parte del emisor de deuda o deudor que probablemente cause falta de pago o retrasos de futuros pagos del servicio de la deuda establecidos por contrato.
- c. La existencia de un canje de deuda forzoso por medio del cual (1) un deudor ofrece a los acreedores una deuda nueva o reestructurada, o un nuevo paquete de títulos, efectivo o activos que representan una menor obligación financiera con relación al compromiso original de la obligación de deuda; y (2) el canje tiene el efecto de permitir que el emisor evite un eventual incumplimiento de pago.
- d. Un cambio en las condiciones de pago de un contrato de crédito o contrato de emisión impuesto por el gobierno soberano que resulte en una reducción de la obligación financiera, como una redenominación forzosa de la moneda (impuesta por el deudor o por su soberano) o un cambio forzoso en algún otro aspecto del compromiso original, como la indexación o el vencimiento.⁵

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

La definición de incumplimiento de ICR no incluye los llamados “defaults técnicos”, tales como apalancamiento máximo o violaciones mínimas de la cobertura de deuda, salvo que el deudor no subsane las violaciones y no cumpla con la resultante aceleración del vencimiento de la deuda que puede ser necesaria. Para los instrumentos de financiamiento estructurado, los defaults técnicos (como la violación de una prueba de sobrecolateralización u otros eventos de incumplimiento determinados, de acuerdo con la documentación legal del emisor) o la falta de pago temporal de intereses (es decir, menos de 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.

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

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:

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

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

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

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

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

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

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.

REVISIONES DE CLASIFICACIÓN

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

CONFIRMACIÓN DE UNA CLASIFICACIÓN

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

AFIRMACIÓN DE UNA CLASIFICACIÓN

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

CONDICIONES DE AGENCIA DE CLASIFICACIÓN

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



Información de contacto con atención al cliente

+562 2896 8200

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



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

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

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

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

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

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

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