

### I. ASPECTOS BÁSICOS

En el presente documento se describe la metodología de Feller Rate para la clasificación de riesgo de intermediarios de valores, como corredores de bolsa y agentes de valores. La presentación comprende la metodología de evaluación global de las entidades y la de clasificación de los títulos de oferta pública por ellas emitidos.

En el criterio de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad. Esto es la capacidad para responder por sus obligaciones.

Para evaluar la solvencia, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual o "Stand Alone" de cada entidad, que incluye el análisis de: 1) perfil de negocios, 2) capacidad de generación, 3) respaldo patrimonial, 4) perfil de riesgos y 5) fondeo y liquidez.

Una vez analizado el Perfil Crediticio Individual, en casos puntuales, puede incorporarse el impacto de otros factores -principalmente relacionados con la propiedad de la entidad- que puedan afectar su capacidad de pago, para determinar su clasificación de solvencia.

Las clasificaciones de los títulos se basan tanto en la clasificación de la solvencia, como en las características específicas de los instrumentos. En el caso de títulos de deuda -bonos o efectos de comercio-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías, que pueden determinar una mayor o menor capacidad de pago de la respectiva deuda. En el caso de títulos accionarios, Feller Rate observa las estructuras internas del emisor, sobre la base de aspectos generales de gobiernos corporativos y transparencia de la información, así como indicadores de mercado de los instrumentos que colaboran a que los títulos se transen sin afectar su precio.

Las "Perspectivas" de la clasificación expresan la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la clasificación en el mediano y largo plazo. En contraposición, un "Creditwatch" o "Revisión Especial" captura posibles cambios de la clasificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación. Por consiguiente, cuando una clasificación es colocada en "Creditwatch", Feller Rate deja de asignarle "Perspectivas".

La metodología incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta. Se trata de determinar si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente su situación financiera y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso de que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la clasificación "E".

Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Éste incluye, pero no se limita, a la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las clasificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la institución.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida (según corresponda) a la Superintendencia de Valores y Seguros, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

### II. CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El análisis global que Feller Rate realiza de un intermediario de valores tiene como objetivo final la determinación de su capacidad de pago. La singularidad de la situación de cada entidad implica que, ante cada caso particular, los factores a analizar tengan pesos relativos de distinta magnitud respecto de su fortaleza financiera. La combinación de éstos definirá la calificación de la solvencia.

En primer lugar, Feller Rate determina el Perfil Crediticio Individual de una entidad, sobre la base de cinco Factores de Clasificación:

1. Perfil de negocios.
2. Capacidad de generación.
3. Respaldo patrimonial.
4. Perfil de riesgos.

## 5. Fondeo y liquidez.

Los Factores de Clasificación son evaluados en consideración a los elementos cualitativos y cuantitativos, descritos más adelante, y que permiten asignar una de las siguientes categorías: Muy fuerte; Fuerte; Adecuado; Moderado y Débil. La combinación de ellos determina el Perfil Crediticio Individual de un intermediario de valores.

Como parte del análisis, se efectúa una revisión de los principales pares o grupos de pares, teniendo en consideración que los ratios financieros de referencia pueden variar dependiendo del sector específico en el que participe la entidad o de su posición competitiva.

La importancia relativa de dichos factores y su respectiva categoría en la evaluación final dependen de las características de la industria en particular en la que se desenvuelve la entidad y de sus proyecciones a futuro. Para la asignación del Perfil Crediticio Individual se tienen en consideración los parámetros descritos en la tabla siguiente:

**Tabla 1: Parámetros para la determinación del PCI**

### Solvencia

AAA / AA+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Fuerte y Muy Fuerte
AA+/AA/AA-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado y Fuerte
AA-/A+	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Adecuado. En caso de presentar factores evaluados en Moderado, esto debe ser compensado con la existencia de factores evaluados en Fuerte o Muy Fuerte
A+/A	Entidades que presentan mayoritariamente factores evaluados en Moderado y Adecuado, acompañado de algún factor evaluado en Fuerte o Muy Fuerte.
A/A-/BBB+	Entidades que presentan una combinación de factores evaluados en Moderado y Adecuado
BBB+/BBB/BBB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Moderado
BB+/BB/BB-	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil y Moderado
BB-/B+/B-/C	Entidades que presentan en su mayoría factores evaluados en Débil

*Nota: Estos parámetros son indicativos y no constituyen una regla estricta a aplicar, pudiendo existir situaciones que impliquen desviaciones a los mismos.*

Una vez definido el Perfil Crediticio Individual se incorpora, en caso de que sea aplicable, el potencial impacto de Otros Factores. Específicamente, se evalúa:

- Soporte del controlador y su calidad crediticia.
- Grado de integración de la entidad con el grupo controlador.
- Importancia estratégica de la entidad y de su negocio para el grupo.
- Para ciertos tipos de sociedades, su dependencia a flujos provenientes de filiales.
- Riesgo soberano, para emisores extranjeros en el mercado local.

## II.1. PERFIL CREDITICIO INDIVIDUAL

### 1. PERFIL DE NEGOCIOS

El primer factor analizado es el perfil de negocios de un intermediario de valores. El análisis de este factor identifica las fortalezas y los riesgos a los cuáles está expuesta la institución en el desarrollo de sus operaciones. Considera, además, cómo se gestiona la entidad, a través del análisis de sus objetivos estratégicos y la consecución de sus planes comerciales y financieros.

Una institución con un fuerte perfil de negocios mantiene una estrategia coherente y consistente con su apetito de riesgo y es menos vulnerable a variaciones del mercado y del entorno, al tiempo que exhibe una mayor estabilidad y predictibilidad en su capacidad de generación de ingresos. En este factor se incorpora la evaluación de las condiciones de la industria en que se desenvuelve la entidad. En especial, el marco regulatorio, estándares de supervisión y control, condiciones de oferta y de demanda y elementos operacionales, entre otros.

La evaluación considera cuatro aspectos centrales que abordan las actividades y grado de competitividad de una institución financiera: diversificación de negocios; estrategia y administración; variables ESG con foco en gobierno corporativo; y posición de mercado. Si bien cada uno de dichos factores es analizado de forma independiente sobre la base de aspectos cualitativos y cuantitativos, el análisis final conlleva a un estudio en conjunto para la evaluación del perfil de negocios.

#### A. DIVERSIFICACIÓN DE NEGOCIOS

El análisis de la diversificación de negocios incorpora la historia y el énfasis comercial de la entidad, los segmentos que atiende y los tipos de productos y servicios que ofrece a su mercado objetivo.

Se determina el grado de concentración o diversificación tanto de los activos -con énfasis en aquellos que tienen el carácter de generadores-, como de los ingresos por área de negocios y la contribución de cada uno a los resultados finales, teniendo en consideración el perfil de riesgo de los productos.

Para Feller Rate, una alta concentración de ingresos por tipos de productos o segmentos de negocios deriva, potencialmente, en una mayor volatilidad de los retornos ante cambios en las condiciones de los mercados financieros -como tasas de interés y tipo de cambio- y/o en una alta sensibilidad a los ciclos económicos o del entorno competitivo. A su vez, implica un alto riesgo ante cambios en el entorno regulatorio que pudieran afectar a una industria,

negocio, segmento o nicho particular en el que la entidad tenga alta exposición.

En caso de existir negocios en el extranjero, es relevante incorporar el riesgo soberano del o los países donde la entidad mantiene operaciones. Esto incluye, entre otros aspectos, el marco regulatorio atinente y las perspectivas de crecimiento de la demanda por servicios financieros. La evaluación incorpora, además, los beneficios potenciales de la diversificación.

Es importante señalar que mantener operaciones en países con un riesgo relativo diferente al de su país de origen no genera, en forma automática, un impacto en la clasificación de la entidad. Un mayor riesgo soberano podría ser mitigado por una industria provista de un marco regulatorio estable y positivas perspectivas de crecimiento.

#### — B. ESTRATEGIA Y ADMINISTRACIÓN

Feller Rate examina los planes estratégicos de la entidad, así como su consistencia en el tiempo y la consecución de los objetivos comerciales, financieros y operacionales mediante indicadores de crecimiento, cuota de mercado, calidad de activos, eficiencia y rentabilidad, entre otros. Asimismo, observa si el desarrollo de la estrategia ha sido acompañado del fortalecimiento necesario de la estructura organizacional, infraestructura física, tecnológica y humana. Se analizan también elementos de la administración de la entidad como el apetito por riesgo, experiencia y consecución de la estrategia. Se considera positivo si la administración superior ha sido capaz de alcanzar los objetivos propuestos, lo que refleja su conocimiento del negocio y capacidad de gestión.

#### — C. FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y GOBIERNO CORPORATIVO

Las variables medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) que tengan un potencial impacto sobre la solvencia de una institución financiera, son incorporadas como parte de la evaluación de los factores de clasificación.

En efecto, las variables ESG se incluyen fundamentalmente en el análisis del Perfil de Negocios. La clasificación contempla una evaluación del gobierno corporativo, dado que es considerado como un factor determinante para obtener los resultados comerciales y financieros de la entidad. Este análisis es de carácter cualitativo, y abarca aspectos tales como:

- Análisis de la composición del directorio y de la alta administración, su nivel de experiencia y conocimiento.
- Participación de directores independientes en el directorio de la entidad.
- Participación de inversionistas institucionales, como administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y otros, en la propiedad del emisor.

- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de las políticas de gobierno corporativo.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.
- Grado de transparencia de información al mercado.
- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.
- Separación de las áreas de riesgo y de negocios, suficiencia de personal y estabilidad de este.

Adicionalmente, en la clasificación de los títulos accionarios, tal como se describe más adelante, se vuelven a abordar aspectos de gobierno corporativo. Esta vez, el foco analítico se centra en evaluar la existencia de estructuras de gobierno corporativo acordes con los estándares esperables para la composición accionaria del emisor de los títulos.

Debido a la naturaleza de su actividad de intermediación de valores, el análisis incorpora también la existencia de variables ESG que representen un riesgo material en la composición de la cartera de inversiones, observando el grado de concentración por tipo de contrapartes, por lo que cualquier factor ESG que pueda amenazar la entidad es incorporada dentro del análisis y la clasificación de riesgo. Estos aspectos se abordan especialmente en el Perfil de Riesgo de una institución financiera.

Por último, esta evaluación incorpora la existencia de demandas y litigios de carácter material en el ámbito social y/o ambiental que puedan afectar a una entidad.

#### — D. POSICIÓN DE MERCADO

La evaluación se centra en la fortaleza o vulnerabilidad de la posición de la empresa ante variaciones en el mercado como consecuencia de una mayor competencia, cambios del marco regulatorio o de organización de la industria.

El análisis considera su participación de mercado en general y por líneas de productos, así como la evolución y proyección de ésta. Incorpora también la apreciación de sus ventajas competitivas en productos, canales de distribución, calidad de servicio y reconocimiento de marca, entre otros.

Parte importante del análisis consiste en una evaluación de la estabilidad de su actividad, en términos de volumen de negocios, ingresos, número de clientes y participación de mercado. Asimismo, considera la probabilidad de que dicha tendencia se mantenga en el tiempo.

En este ámbito, también se efectúan comparaciones con entidades pares o grupos de ellas, teniendo en

consideración el tipo de industria en el que se desenvuelva la institución.

■ **2. CAPACIDAD DE GENERACIÓN**

La rentabilidad es una síntesis de la situación financiera de la entidad, Feller Rate centra su análisis en la forma en que ésta se genera, analizando debilidades o peligros en la estabilidad de ingresos y gastos que puedan afectar la capacidad de pago de sus obligaciones.

La evaluación de la capacidad de generación tiene por objetivo determinar la exposición de la entidad a riesgos asociados a una disminución de los ingresos operacionales, incremento en los gastos operacionales, así como su estabilidad y su tendencia, depurando los ingresos y gastos que tienen carácter excepcional. De la misma manera, cuando la información disponible permite concluir que existe una buena probabilidad de que en el futuro la entidad tendrá ingresos o gastos adicionales a los que las cifras históricas permiten proyectar, estos eventos se consideran dentro del análisis de rentabilidad.

La evaluación incluye la apreciación de los diferentes indicadores, su estabilidad y evolución, así como la comparación

con entidad pares o grupos de ellas.

El análisis comprende los siguientes aspectos:

— **A. INGRESOS Y MÁRGENES**

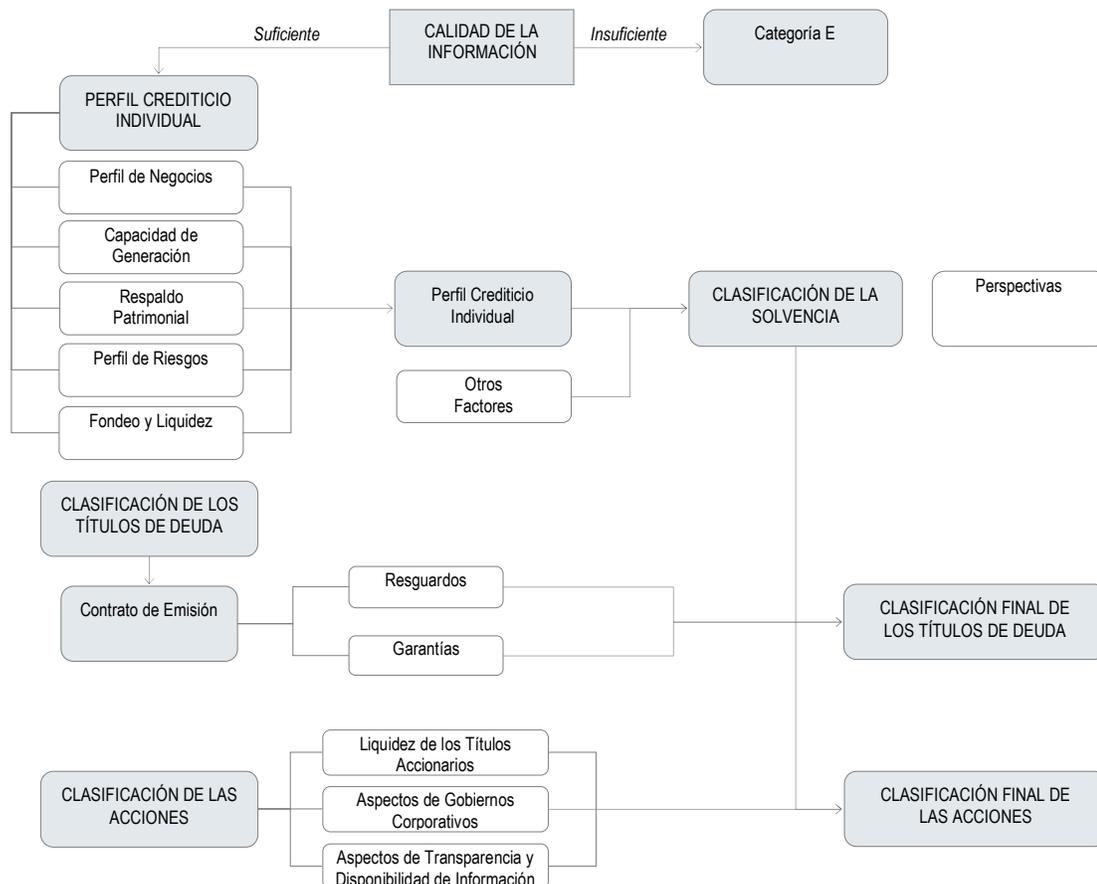
La evaluación de los ingresos y márgenes considera aspectos como la calidad y la diversificación de los ingresos, la importancia relativa de las líneas de negocios, identificando ingresos de los diferentes segmentos, así como de diferentes actividades, tipos de productos o servicios y filiales que consolidan.

En el análisis, cobra relevancia la estabilidad de los ingresos en el tiempo y su predictibilidad, así como el nivel de ingresos generados respecto a su tamaño.

Entre los indicadores más importantes que se consideran se encuentran:

- Resultado operacional financiero, resultados por comisiones netas y otros ingresos netos con el resultado operacional bruto.
- Resultado operacional financiero y neto con los activos productivos y con los activos totales.

**FIGURA 1: CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE INTERMEDIARIOS DE VALORES**



## — B. GASTOS OPERACIONALES

La evaluación de los gastos operacionales incluye el nivel de gastos de apoyo, su tendencia y la existencia de situaciones particulares que generan volatilidad.

El análisis incorpora también la existencia de eventos operacionales puntuales, consideraciones respecto a efectos por amortizaciones y/o *goodwill* y la naturaleza fija o variable de la estructura de gastos de la entidad. Incluye, además, los requerimientos de inversiones en tecnología, o de otro tipo, necesarios para la consecución de los objetivos y perspectivas de crecimiento de la entidad y/o el cumplimiento de requerimientos regulatorios.

Feller Rate evalúa los gastos de apoyo, de personal y de administración y su relación con los ingresos operacionales y los niveles de actividad de la entidad. Los indicadores más utilizados incluyen:

- Gastos de apoyo sobre total de activos y sobre activos productivos.
- Gastos de apoyo sobre resultado operacional bruto.

Adicionalmente, dependiendo de las características de la entidad, se toman en consideración indicadores que relacionan los gastos de apoyo con variables como número de empleados, número de sucursales y número de clientes, entre otros.

Estos indicadores son juzgados en su conjunto, considerando tanto su valor actual como su tendencia y evolución a través del tiempo, y en relación a los parámetros de la industria. En el análisis se incorpora la orientación comercial de la empresa y sus niveles de rentabilidad.

## — C. RESULTADOS

Corresponde al análisis de resultados y rentabilidad propiamente tal, su estabilidad y tendencia. Para esto, se analizan las variables mencionadas con anterioridad y se incorporan aspectos no operacionales que pueden influir de manera permanente u ocasional en las utilidades de la entidad.

Los indicadores más utilizados incluyen resultado operacional, resultado antes de impuesto y utilidad neta sobre activos totales y sobre patrimonio.

## ■ 3. RESPALDO PATRIMONIAL

El capital representa el soporte que permite enfrentar pérdidas extraordinarias, sin afectar la capacidad de hacer frente al pasivo exigible y otras obligaciones. El soporte patrimonial debe ser tal que compense adecuadamente los distintos riesgos en que incurre la entidad en su actividad.

Entre los elementos que se toman en consideración están: la composición del capital; las diversas mediciones o indicadores de solvencia patrimonial; los requerimientos de capital normativos; la política de reparto de dividendos; la política de endeudamiento; el tamaño del capital, su capacidad de hacer

frente a pérdidas extraordinarias; y la capacidad de la entidad de acceder a fuentes adicionales de capital.

La evaluación no es sólo en función del valor coyuntural del capital y los indicadores mencionados, sino también de su evolución histórica, tomando en consideración la política que haya establecido la entidad y su predisposición al riesgo.

Los indicadores más importantes incluyen:

- Capital y patrimonio sobre activos
- Pasivos sobre capital y patrimonio.

En relación a la capacidad que tiene la entidad de satisfacer demandas no esperadas de capital adicional, Feller Rate analiza:

- La probabilidad de apoyo de sus accionistas actuales.
- La capacidad de levantar capital de fuentes públicas o privadas.

El análisis de respaldo patrimonial se complementa con el análisis de la capacidad de generación, en cuanto la retención de utilidades es la fuente primaria para incrementar o mantener el capital. Esto, poniendo énfasis en el historial de la institución respecto su política de retención de utilidades y aumentos de capital con cargo a resultados pasados.

## ■ 4. PERFIL DE RIEGOS

Este factor incorpora el análisis de los aspectos de riesgo específicos relacionados a la actividad de la institución, con énfasis en los riesgos de sus activos y cómo ellos son administrados. La evaluación se realiza a través de cuatro aspectos principales: estructura y marco de gestión de riesgo; concentración del riesgo; crecimiento y calidad de los activos; e historial de pérdidas.

Se analizan aspectos cualitativos de gestión de riesgo, así como indicadores asociados a exposiciones, pérdidas esperadas e incurridas, considerando el desempeño histórico de la entidad, así como su situación con respecto a la industria y pares, teniendo en cuenta los ciclos económicos del período considerado.

## — A. ESTRUCTURA Y MARCO DE GESTIÓN DE RIESGO

Por la naturaleza de la actividad de intermediación de valores y servicios de inversión, la estructura establecida para la gestión, medición y control del riesgo, así como las políticas de administración de inversiones, asumen un rol crucial en el proceso de clasificación de riesgo, toda vez que determinan los riesgos asumidos a través de exposiciones crediticias, de mercado y financieras en general.

El análisis se basa en la evaluación de aspectos esencialmente cualitativos, que incluyen:

- La existencia de una estructura acorde con la complejidad de la actividad y riesgos asumidos.
- La definición y segregación de funciones, una adecuada dotación de profesiones en las distintas áreas y una estructura de incentivos alineada con los objetivos.
- Políticas y procedimientos de riesgo formalizadas, acordes con las prácticas de la industria, debidamente actualizadas y difundidas.
- Sistemas de atribuciones y responsabilidades estructuradas y coherentes, con la suficiente participación de órganos superiores.
- Grado de automatización en los procesos acorde con el tipo de operaciones, incluyendo sistemas de medición, monitoreo y control del riesgo.
- Estructura de control independiente para verificar el cumplimiento de políticas, acorde con la naturaleza de la entidad.

### — B. CONCENTRACIÓN DEL RIESGO EXPOSICIONES RELEVANTES

Se evalúa la existencia de concentraciones y exposiciones relevantes a los distintos riesgos. También considera si son mayores a los observados al promedio de su industria y entidades comparables, incluyendo:

- Características de los principales productos y segmentos objetivo.
- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos de clientes específicos.
- Concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos que presenten una sensibilidad similar a variables externas.
- Exposiciones de riesgo por la cartera de instrumentos financieros y concentraciones en contrapartes de títulos derivados.
- Exposición a riesgo operacional.

### — C. CRECIMIENTO Y CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Se evalúan las características generales y perfil de riesgo de las inversiones, así como características de los activos o grupos de activos más relevantes, incluyendo:

- Ritmo de expansión de los principales activos, así como incursión en nuevos productos.
- Riesgo crediticio asociado a la cartera de inversiones.
- Posiciones de riesgo de mercado.

### — D. HISTORIAL DE PÉRDIDAS

A pesar de que reflejan decisiones pasadas y no necesariamente las consecuencias de las actuales políticas de riesgo, las pérdidas pasadas dan una señal importante de

la tradición que tiene la entidad en la administración de sus riesgos.

Se consideran las pérdidas históricas y contingencias identificables ocasionadas por:

- Deterioro y/o volatilidad en el valor de las inversiones.
- Pérdidas asociadas a riesgo operacional.

## ■ 5. FONDEO Y LIQUIDEZ

Por sus actividades, un intermediario financiero debe en todo momento contar con suficientes fondos para hacer frente a sus obligaciones. Por ello, el análisis de este aspecto considera no sólo la mantención de recursos que permitan el desarrollo normal de las operaciones, sino también la capacidad que tiene la entidad de acceder a distintas fuentes de fondos ante períodos de crisis.

Feller Rate evalúa la existencia de políticas claras de liquidez para períodos de actividad normal, la holgura de sus posiciones con relación a los requerimientos normativos y la definición de planes de contingencia sólidos para hacer frente a escenarios adversos.

Además, se analizan la composición y liquidez de los activos y los flujos de caja de corto plazo. Complementariamente, se revisan las características del fondeo en términos de tipos de depositantes y acreedores (mayoristas versus minoristas) y sus concentraciones, la emisión de títulos de oferta pública y el perfil de vencimiento de las obligaciones.

Se incorporan también distintos ratios, entre los que se encuentran:

- Compromisos por intermediación en relación a activos líquidos.
- Liquidez general y liquidez por intermediación.

## II.2. OTROS FACTORES

Adicionalmente, y en casos puntuales, a los factores del Perfil Crediticio Individual se incorporan Otros Factores en el análisis de riesgo de la entidad. Estos pueden influenciar la clasificación de la solvencia, determinando una diferencia respecto a la sugerida en la Tabla 1, "Parámetros para la determinación del PCI".

Luego de establecido el Perfil Crediticio Individual del intermediario de valores, se evalúan aspectos de su propiedad (en caso en que éstos se encuentren presentes) relacionados con el soporte del controlador, el grado de integración de la filial al grupo y la importancia estratégica de la entidad y su negocio para el grupo propietario.

Asimismo, para el caso de entidades extranjeras que emitan valores en el mercado local, además de la calidad crediticia

de la entidad se incorporará el riesgo soberano de su país de origen.

El impacto en la clasificación final puede ser neutro o ir desde uno a más *notches*.

— **A. SOLVENCIA DEL GRUPO PROPIETARIO O GRUPOS PROPIETARIOS**

Si ella es fuerte, es menor la posibilidad que la entidad sea utilizada para financiar actividades de mayor riesgo financiero. Asimismo, una mayor solidez de sus propietarios significa una mejor posibilidad de obtener capital adicional, en caso que eventuales deterioros patrimoniales de la entidad hagan necesario obtener aportes frescos de recursos.

— **B. GRADO DE INTEGRACIÓN DE LA FILIAL AL GRUPO**

Factores a evaluar son: compartir políticas de administración de riesgos, acceder a su base de clientes, distribuir sus productos a través de los mismos canales, compartir nombre de empresa y/o marcas, y utilizar estructuras operativas y de control comunes.

— **C. IMPORTANCIA ESTRATÉGICA DE LA ENTIDAD Y SU NEGOCIO PARA EL GRUPO PROPIETARIO**

Se examina la relevancia en términos financieros y estratégicos. Aun cuando la filial represente una porción pequeña de los ingresos o activos de su matriz, su existencia puede ser clave como parte de la estrategia global de desarrollo del grupo propietario. Esta importancia es considerada como una fortaleza, toda vez que señala el grado de apoyo y recursos que la filial recibe.

Complementario a lo anterior, y en el caso de entidades cuyas matrices tengan un perfil crediticio comparativamente más débil, Feller Rate analiza el marco regulatorio al que está sometida la filial. Este, puede restringir la influencia del controlador al exigir estándares en términos de capital y liquidez, entre otros, que pueden favorecer la solvencia del intermediario de valores con relación a la de su controlador.

En tanto, en el caso específico de entidades con matrices en el extranjero, Feller Rate reconoce la importancia de incorporar la fortaleza financiera de la matriz al clasificar sus subsidiarias locales. Para ello, se analizan los principales aspectos de negocios y financieros de la matriz, incorporando además las opiniones de terceros, entre las que se incluyen las clasificaciones asignadas por agencias internacionales de clasificación de riesgos de reconocido prestigio.

— **D. RIESGO SOBERANO**

Para el caso de entidades extranjeras que realicen emisiones de valores en el mercado local, se incorporará en el análisis de solvencia el riesgo soberano de su país de origen y otros países donde opere. Específicamente, se analizará grado de

desarrollo económico y financiero, estabilidad política e institucionalidad, entre otros aspectos. Además, incorporará las opiniones de terceros, entre las que se incluyen las clasificaciones asignadas por agencias internacionales de reconocido prestigio.

**II.3. PERSPECTIVAS**

Feller Rate asigna "Perspectivas" a la clasificación como opinión sobre el comportamiento de la clasificación en el mediano y largo plazo. Lo anterior, en base a la observación de un fortalecimiento o deterioro de los distintos Factores de Clasificación. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa. Para mayor información ver Sección IV de esta metodología.

**III. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS**

Para establecer la clasificación final del instrumento, el factor fundamental es la solvencia asignada al intermediario de valores. La solvencia constituye una base importante para comprender el comportamiento de pago de los flujos futuros comprometidos por sus títulos.

■ **1. INSTRUMENTOS DE DEUDA**

En el caso de los instrumentos de plazo mayor a un año, lo normal es que su clasificación coincida con la clasificación de solvencia de la entidad. Para los instrumentos emitidos a plazos de hasta un año, la clasificación que normalmente se asigna se basa en la relación entre la clasificación de solvencia y la de corto plazo, según se muestra en la siguiente estructura:

**Tabla 2: Relación entre clasificación de solvencia y de corto plazo**

Clasificación de la entidad	Clasificación del instrumento
AAA, AA+, AA, AA-, A+ (*)	Nivel 1+
A+, A, A- (*)	Nivel 1
A, A-, BBB+, BBB	Nivel 2
BBB, BBB-	Nivel 3
BB+, BB, BB-, B+, B, B-, C, D	Nivel 4
E	Nivel 5

(\*) Las entidades con solvencia en A+ y A- sólo ocasionalmente pueden acceder a una clasificación de corto plazo en Nivel 1+ y Nivel 1, respectivamente.

La clasificación asignada a un instrumento puede ser modificada si presenta protecciones especiales que determinan un nivel de riesgo menor que el de la solvencia del emisor.

Por protecciones especiales se entiende el conjunto de atributos particulares de un instrumento que incrementan la probabilidad de que sea pagado, en los mismos términos contemplados en su emisión, por encima de la capacidad de pago general del deudor. Existen múltiples características especiales que pueden afectar a un instrumento, destacándose las garantías y los resguardos, normalmente asociados a emisiones de bonos.

Entre estas se pueden señalar las siguientes:

- Garantías o seguros estatales o de terceros.
- Tratamientos preferenciales en caso de declaración de convenio o liquidación.
- Caucciones especiales, como fianzas, prendas e hipotecas.
- Condiciones contractuales especiales que obligan al emisor a determinadas políticas de administración y a mantener ciertos indicadores financieros dentro de determinados rangos; o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Las protecciones especiales que otorgue un determinado instrumento pueden mejorar su clasificación con relación a la del emisor, en la medida en que se juzgue que efectivamente se produce un incremento en la probabilidad de ser pagado en las condiciones pactadas. Sin embargo, el criterio general de Feller Rate es que la capacidad de pago del emisor es lo relevante y que sólo en casos excepcionales es pertinente considerar fuentes complementarias.

#### — CLASIFICACIÓN FINAL INSTRUMENTOS DE DEUDA

Una vez obtenida la clasificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos, las garantías u otras fuentes complementarias, la determinación de la clasificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la clasificación de la capacidad de pago.

## ■ 2. ACCIONES

Luego de determinar la solvencia de un emisor, que es el factor preponderante en la clasificación de acciones, se consideran adicionalmente algunos factores propios de la acción y otros particulares de la entidad emisora.

### — 1. LIQUIDEZ DE LAS ACCIONES

Feller Rate busca determinar la capacidad que posea una acción para ser comprada o vendida en el mercado en que se transe, sin afectar su precio. Entre los factores a considerar se encuentran:

- Presencia Bursátil

Este indicador corresponde al cálculo de la presencia ajustada para cada instrumento, el cual es el porcentaje que representan los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 200, respecto de los últimos 180 días hábiles bursátiles. A mayor presencia mejor capacidad de transacción.

- *Free Float*

Este indicador corresponde a aquel porcentaje de las acciones emitidas por una empresa factible de ser transado en los mercados bursátiles. Corresponde al total de acciones emitidas, menos las acciones de propiedad de los grupos controladores e inversionistas estratégicos. A menos *free float*, mayor concentración de su propiedad y, menor disponibilidad potencial de transacción.

- Rotación y capitalización bursátil

La rotación de una acción corresponde al número de acciones transadas sobre el total de acciones emitidas en un lapso de tiempo.

Feller Rate considera, además, la capitalización de mercado del emisor, que se calcula como el número de acciones emitidas multiplicado por su valor de mercado comparado dentro del mercado en que transan.

De esta forma se considera complementariamente la rotación con la capitalización, pues mientras mayor sean ambos mayor liquidez potencial del instrumento.

- Política de Dividendos

Para el análisis de solvencia del emisor, la clasificadora realiza un análisis de su política de dividendos para ver su coherencia con la capacidad de generación de excedentes, de forma que no presione su capacidad de pago. Desde la perspectiva de la clasificación de acciones, se considera que un mayor nivel de flujos que entrega a sus accionistas, puede ser un atenuante parcial a menores niveles de liquidez de la acción.

## — 2. ASPECTOS DE GOBIERNOS CORPORATIVOS

El análisis de Feller Rate de la solvencia del emisor considera la revisión de ciertas políticas de gobiernos corporativos, principalmente enfocado a sus potenciales efectos sobre la capacidad de pago. Para la clasificación de los títulos accionarios, se busca determinar algunas características del gobierno corporativo del emisor, mediante aspectos generales como:

- Participación de inversionistas institucionales, como Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y otros, en la propiedad del emisor.
- Para Feller Rate, el porcentaje de participación de inversionistas institucionales en la propiedad de las acciones del emisor se correlaciona positivamente con el grado de profundidad y apertura de sus políticas de Gobiernos Corporativos.
- Participación de directores independientes en el directorio de la compañía, entendidos como aquellos no escogidos por grupos controladores.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos que posea el emisor.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.
- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en el emisor de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.

## — 3. ASPECTOS DE TRANSPARENCIA Y DISPONIBILIDAD DE INFORMACIÓN

Se evalúa las estructuras e instancias existentes para mantener informado, a sus accionistas y mercado en general, sobre toda la información relevante para la toma de decisiones. Entre esos aspectos se consideran:

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia del área de Relación con los Inversionistas.
- Cantidad, tipo y accesibilidad de la información que entrega el emisor al mercado respecto de sus operaciones, hechos relevantes, situación financiera, entre otros.

## — CLASIFICACIÓN FINAL DE ACCIONES

La clasificación de riesgo de un título accionario considera como primer factor y más relevante dentro del análisis la solvencia del emisor. Además, se consideran otros factores relacionados con el título a clasificar y el emisor del mismo, tales como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos y aspectos de transparencia y disponibilidad de información del emisor. El criterio general que se utiliza consiste en evaluar los títulos accionarios de las empresas en una escala de grado creciente de riesgo, según la solvencia y los otros factores descritos. La nomenclatura que Feller Rate utiliza en la clasificación de estos títulos se encuentra descrita al final de la presente metodología.

## IV. PERSPECTIVAS DE CLASIFICACIÓN

Feller Rate asigna "Perspectivas de la Clasificación", como opinión sobre la dirección potencial de la clasificación.

- POSITIVAS:  
La clasificación puede subir.
- ESTABLES:  
La clasificación probablemente no cambie.
- NEGATIVAS:  
La clasificación puede bajar.
- EN DESARROLLO:  
La clasificación puede subir o bajar.

Por otra parte, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una clasificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la clasificación vigente.

El que una clasificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable. Las clasificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "positiva", "negativa" o "en desarrollo". La designación "positiva" significa que la clasificación puede subir; "negativa", que puede bajar; en tanto "en desarrollo", que puede subir, bajar o ser confirmada.

## V. NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

Las categorías de riesgo que utiliza Feller Rate muestran en forma sintética su opinión sobre el riesgo relativo de un título de oferta pública o, según el caso, de la solvencia de una institución.

Para los títulos a más de un año y para la solvencia del emisor, Feller Rate utiliza una escala que va de AAA para señalar el menor riesgo relativo, hasta D para los de mayor riesgo. La categoría E se aplica cuando la información no es suficiente para asignar una categoría de riesgo.

Para los títulos de hasta un año, la escala correspondiente va de N-1 para señalar el menor riesgo relativo, hasta N-4 para los de mayor riesgo. La categoría N-5 se aplica cuando la información no es suficiente para asignar una categoría de riesgo.

Las clasificaciones correspondientes son las siguientes:

### ■ 1. CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la calificación de solvencia y bonos:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el

emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.

- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

### ■ 2. TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): 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 N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

### ■ 3. ACCIONES

Las definiciones de las categorías para la calificación de los títulos accionarios son las siguientes:

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis. **FR**

*La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros o a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*

*La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*