

REF.: Modifica Norma de Carácter
General Nº 25.

Santiago, 27 de julio de 1992.-

NORMA DE CARACTER GENERAL Nº 43 /

En uso de sus facultades legales, esta Superintendencia ha estimado pertinente introducir el siguiente Título VI a la Norma de Carácter General Nº 25.

" TITULO VI

**De la clasificación de riesgo de bonos emitidos por empresas públicas
y privadas que tengan menos de tres años
de historia representativa**

Los bonos de empresas públicas y privadas con menos de tres años de existencia o de historia representativa de su situación financiera, se clasificarán de acuerdo a las disposiciones del presente título en alguna de las categorías de riesgo señaladas en la Sección I del Título I de esta Norma, en consideración a la solvencia del emisor, a las características del instrumento y a la liquidez de éste en el mercado.

Para que las entidades clasificadoras, inscritas en el Registro que lleva esta Superintendencia, puedan clasificar este tipo de bonos deberán acreditar, durante todo el periodo comprendido entre la fecha de contratación de la clasificadora por el emisor y la fecha de la última evaluación que la clasificadora deba hacer en base a los procedimientos definidos en este Título, la contratación de profesionales de reconocido prestigio con experiencia en la evaluación técnica del tipo de negocio que desarrolla el emisor.

Por otra parte, las clasificadoras deberán tener experiencia en la clasificación de bonos en base a los procedimientos definidos en este Título o deberán tener un promedio mensual de a lo menos 5 contratos de bonos en los 12 meses previos a aquel en el cual se inicia el proceso de clasificación.

SECCION I : ANALISIS PREVIO

1. Clasificación en Categoría E.

Los instrumentos mencionados en el párrafo anterior serán clasificados en Categoría E cuando el emisor, o el garante en su caso, no cuente con la información necesaria para clasificar. Se entenderá que no se cuenta con dicha información en cualquiera de las siguientes situaciones:

000129

- a) Cuando el emisor o el garante se negare a proporcionar la información requerida para realizar el análisis de clasificación, o
- b) Cuando el emisor o el garante provea información falsa o tendenciosa.

La clasificación de los instrumentos de emisores cuya información hubiere sido mal calificada, podrá ser distinta de E si las garantías y la liquidez de los instrumentos son suficientes conforme a lo dispuesto en el punto 3 siguiente. El resultado de esta modificación será la clasificación definitiva del instrumento.

Para los efectos de la clasificación de instrumentos emitidos por empresas que hayan iniciado la operación comercial del proyecto, sólo se deberán considerar las variables incidentes en el riesgo de no pago del capital e intereses pactados y la liquidez del título en el mercado.

Las proyecciones de flujos y los cálculos de indicadores financieros que se realicen para evaluar estas empresas, deberán considerar la información histórica disponible, utilizándola para verificar, y eventualmente corregir, los supuestos usados en las proyecciones iniciales.

2. Requisitos mínimos para clasificar un bono en Categoría C de riesgo o superior a ella.

Un bono que no tenga garantías suficientes de acuerdo a lo definido en el punto 2.2 de la Sección II, sólo podrá ser clasificado en Categoría C o en una categoría superior a ella, si se cumple con los requisitos que se señalan en los puntos 2.1, 2.2 y 2.3 siguientes respecto del emisor, de sus patrocinadores y de los resguardos del instrumento. Se entenderá por patrocinador para los efectos de la clasificación, aquel socio o accionista del emisor que cumpla con lo establecido en la letra d) del artículo 100 de la Ley Nº 18.045.

2.1 Requisitos que debe cumplir el emisor.

Con respecto al emisor, los requisitos referidos en el párrafo anterior serán los siguientes:

- 1) Predictibilidad de los ingresos. Los bienes o servicios que produce o que producirá la empresa, deberán presentar características que permitan predecir con un alto grado de certeza los ingresos del emisor. Se deberá cumplir a lo menos con alguna de las siguientes condiciones:
 - a) Que los bienes o servicios tengan un carácter homogéneo, y entre aquéllos similares producidos por las empresas del mismo rubro no existan diferencias importantes en el precio. Asimismo, el nivel de producción esperado del emisor no sea determinante en el mercado relevante, o el precio de los bienes esté determinado por factores exógenos, respecto de los cuales el emisor no tiene control, o

000130

- b) Que los bienes o servicios tengan una demanda conocida y estable y cuenten con un régimen de cálculo de los precios o tarifas preestablecido.

Se podrá considerar que se cumple con el requisito de demanda conocida y estable, si existe un compromiso de adquisición a firme de los bienes o servicios del emisor por parte de un tercero solvente con capacidad de compra estable. Los contratos respectivos deberán regir a lo menos por todo el período en que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros señalado en el número 5) de este punto.

No obstante lo señalado en las letras anteriores, en el caso de tratarse de servicios o productos que por su naturaleza estén sometidos a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, deberá existir algún mecanismo que reduzca los riesgos asociados a un manejo discrecional de los mismos por parte de la autoridad correspondiente.

- 2) Tecnología. La tecnología que se use para producir el bien o servicio deberá ser conocida y de difusión adecuada dentro del medio pertinente, y no podrá encontrarse en etapa de experimentación.

El emisor deberá haber presentado, en adición al propio proyecto, un estudio sobre este tema efectuado por una firma de amplia reputación e idoneidad, independiente de los patrocinadores, que respalde el estudio base preparado por el emisor.

- 3) Terminación del proyecto. En el caso de que el emisor no haya completado el proyecto, deberán existir garantías que aseguren que éste será terminado en el plazo y la forma establecidos en el estudio de factibilidad, y que alcanzará la capacidad y el rendimiento esperado. Se entenderá que existen dichas garantías en cualquiera de los siguientes casos:

- a) Cuando existan compromisos de aumento de capital por parte de los patrocinadores o de terceros que cubran los eventuales incrementos de requerimientos de inversión así como el servicio de la deuda si se retrasa el inicio de la operación del proyecto, y cuando existan garantías que consideren un compromiso de aportes de capital o de indemnizaciones en el caso que la capacidad y rendimiento del proyecto resulte significativamente menor a la esperada. El monto de los aportes de capital o de las indemnizaciones deberá compensar la eventual menor capacidad de generación de flujos del proyecto.
- b) Cuando se trate de obras adquiridas bajo la modalidad "llave en mano", y un tercero de reconocido prestigio en la materia, independiente del emisor y de los patrocinadores, certifique que los niveles mínimos de eficiencia operacional de la obra se ajusten a lo considerado en el estudio de factibilidad.

000131

- c) Cuando exista algún otro sistema que garantice el pago anticipado de los bonos en el caso que el proyecto no sea completado de acuerdo a las características señaladas.
- 4) Abastecimiento de materias primas. Si el proyecto requiere de materias primas o insumos que tengan una participación significativa en la estructura de costos, cuyos mercados tengan características monopólicas u oligopólicas, deberán existir contratos de suministro por parte de terceros solventes que tengan una capacidad de oferta estable. Estos deberán regir a lo menos por todo el período que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros señalado en el número 5) de este punto.
- 5) Indicadores financieros. El valor presente neto de los flujos del emisor deberá ser positivo en un escenario conservador del estudio de factibilidad. Para su cálculo se deberá utilizar como tasa de descuento la tasa de interés de los títulos de largo plazo emitidos por el Banco Central de Chile más un premio por riesgo. Este último se calculará como ocho puntos porcentuales anuales multiplicado por el factor que reflejará el nivel de riesgo de los negocios del emisor. Si el riesgo de los negocios es alto, el factor será 1.5; si el riesgo es mediano, el factor será 1.0, y si el riesgo es bajo, el factor será 0.5.

En base a las mismas cifras, la cobertura de gastos financieros, definida como la utilidad antes de impuestos e intereses sobre los gastos financieros, deberá superar, en promedio, a la suma del factor determinado en el inciso precedente más 1.7 veces.

- 6) Seguros. El proyecto deberá tener contratados los seguros mínimos necesarios durante la etapa de construcción, y el emisor, un compromiso de mantener adecuadamente aseguradas sus instalaciones, incluyendo los perjuicios por paralización, daño emergente y lucro cesante.

2.2 Requisitos que deben cumplir los patrocinadores.

En lo que dice relación con los patrocinadores del proyecto, los requisitos serán los siguientes:

- 1) Deberá existir un patrocinador principal del proyecto, entendiéndose por tal aquél que controla la mayor proporción del capital con derecho a voto, la que en todo caso deberá superar un tercio del mismo; o bien superar el 25% de éste, siempre y cuando dicho porcentaje sea suficiente para objetar aquellas proposiciones relativas a las materias señaladas en el artículo 67 de la Ley Nº 18.046, sobre sociedades anónimas.
- 2) El patrocinador principal deberá tener experiencia en la administración de proyectos de envergadura semejante, y a lo menos uno de los patrocinadores deberá tener experiencia en el área o sector productivo en que se ejecutará el proyecto.

000132

- 3) La solvencia del patrocinador principal deberá clasificarse como adecuada. Para ello se deberá adoptar el siguiente criterio:
- a) Si el patrocinador principal es nacional, deberá considerarse la clasificación de solvencia vigente del mismo. En caso que esta no exista, deberá evaluarse de acuerdo a los procedimientos establecidos en el punto 1 de la Subsección 2, de la Sección II del Título I de esta Norma, que se refiere a la calificación de la capacidad de pago de los emisores de bonos. La solvencia se clasificará como adecuada en el caso que se determine una categoría distinta a C, D o E. En el evento de que el patrocinador no tenga a lo menos tres años de historia representativa, de acuerdo a lo establecido en el punto 1.2 de la Subsección 1 del Título I de esta Norma, se considerará que la solvencia es Categoría E para los efectos de este punto.
 - b) Si el patrocinador principal fuere extranjero, sus instrumentos de deuda no garantizados deberán disponer de clasificaciones de riesgo efectuadas por entidades de reconocido prestigio internacional, equivalentes a lo menos a la categoría BBB de Standard and Poor's Corporation o a la categoría Baa de Moody's Investors Service.

En el evento que este patrocinador no posea instrumentos clasificados, sólo se considerará que su solvencia es adecuada si su cobertura de gastos financieros es superior a 3 veces. Para tal efecto, la cobertura deberá calcularse en base a las cifras de los estados financieros auditados del patrocinador correspondientes a los últimos cinco años, en conformidad con el procedimiento establecido en el numeral 2.1 de esta Sección. Sólo se deberá considerar el contexto individual total del patrocinador.

- 4) El valor total de los activos del proyecto al momento que éste comience su operación, de acuerdo a las cifras del estudio de factibilidad, no podrá exceder la suma de los activos consolidados de sus patrocinadores a la fecha de la evaluación.

2.3. Resguardos del instrumento.

Se entenderá por resguardos del instrumento lo definido en el punto 2.1. de la Subsección 2, de la Sección II, del Título I de esta Norma.

Respecto de los resguardos, en el contrato de emisión deberán contemplarse a lo menos los siguientes:

- a) Límite máximo de endeudamiento.
- b) Límite mínimo de capital de trabajo.
- c) Límites a los repartos de dividendos.

000133

- d) Compromiso de entrega permanente, a las instancias clasificadoras, de la información necesaria para la clasificación, entre la cual se deberá considerar el estudio de factibilidad del proyecto, los estados financieros proyectados del emisor y el grado de cumplimiento del programa de inversión, tanto en lo que se refiere al avance de las obras como al costo incurrido. Esta última información deberá ser proporcionada a lo menos en forma trimestral.
- e) Cláusulas sobre aportes de capital propio y límites a la constitución de gravámenes sobre los activos del proyecto.
- f) Prohibición de otorgar avales y fianzas, o constituirse en codeudor solidario de obligaciones de terceros.
- g) Prohibición a la enajenación de los activos esenciales del emisor.
- h) Limitación a la contratación de deuda con los patrocinadores y personas relacionadas a éstos.
- i) Cláusula de aceleración del pago de los bonos en caso de mora o retardo en el cumplimiento de las obligaciones.
- j) En el caso de tratarse de concesiones de obras públicas a que se refiere el D.F.L. N° 164 del Ministerio de Obras Públicas, de 1991, se deberá establecer que, hasta la fecha de vencimiento de los instrumentos, los ingresos provenientes de las obras construidas se destinarán prioritariamente para el servicio de la deuda de los tenedores de bonos.
- k) Los activos que se encuentren fuera del país y las inversiones en valores de otras sociedades, exceptuando en este último caso las inversiones transitorias en títulos de renta fija de alta liquidez, no podrán representar en conjunto más del 20% del total de activos del emisor.
- l) Los representantes de los tenedores de bonos deberán ser entidades con la capacidad de fiscalizar el cumplimiento de las cláusulas del contrato de emisión de bonos que haya dado origen a su designación. Por su parte, el ente administrador de los recursos no desembolsados, a que se refiere la letra siguiente, deberá ser una institución financiera que al momento de su designación como administradora, se encuentre calificada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en Categoría I, referida a la evaluación del sistema de clasificación de cartera de las instituciones financieras. Ninguna de estas entidades podrá ser acreedora de la empresa emisora ni ser considerada persona con interés en ella.
- m) En la escritura de emisión se deberá establecer que los tenedores de bonos entregarán los fondos comprometidos al ente administrador de los recursos no desembolsados, con lo cual se entenderá cumplida la obligación contraída por dichos tenedores para con el emisor.
El administrador de los recursos no desembolsados deberá entregarlos al emisor en la medida que se cumplan los requisitos de avances de obras, aporte de capital propio y otros requisitos

técnicos o financieros establecidos en la escritura de emisión. El cumplimiento de los requisitos técnicos será certificado por una de las empresas de ingeniería independiente del emisor y de los patrocinadores y de reconocido prestigio, la que se individualizará en la escritura de emisión. La designación de esta empresa será función del emisor y deberá contar con la aprobación de la junta de tenedores de bonos, la cual tendrá la facultad de exigir al emisor el reemplazo de la empresa certificadora.

El administrador de los recursos no desembolsados deberá informar a las instancias clasificadoras de riesgo correspondientes sobre el cumplimiento de entrega de fondos al emisor de acuerdo al avance de las obras y demás requisitos técnicos y financieros que se hayan establecido.

Los recursos recibidos por el administrador serán invertidos por éste en instrumentos de renta fija de alta liquidez y de bajo riesgo, los que se indicarán en la escritura de emisión. Corresponderá al emisor definir, dentro de los requisitos recién indicados, el tipo específico de instrumentos en que se invertirán los recursos. Las rentas de estos instrumentos pertenecerán a la sociedad emisora y formarán parte de los fondos que el administrador de recursos no desembolsados deberá entregar al emisor conforme se cumplan los requisitos de desembolso.

Ante la eventualidad de que, en una fecha posterior a la colocación de los bonos, el instrumento sea clasificado en Categoría E ó D, el administrador de los recursos no desembolsados deberá restituir el total de los recursos restantes a los tenedores de bonos.

Los tenedores de bonos tendrán derecho a los intereses contemplados en la emisión independientemente del rendimiento de las inversiones que efectúe el administrador.

El administrador responderá ante la junta de tenedores de bonos y ante la empresa emisora de la oportuna entrega a esta última de los recursos que administra.

3. Modificación de la Clasificación obtenida en el análisis previo.

Las clasificaciones de los instrumentos de emisiones cuya información hubiere sido mal calificada por las causales señaladas en las letras a) y b) del número 1, o de emisores cuya solvencia hubiere sido calificada como insuficiente de acuerdo al punto 2, podrán ser distintas de E y D, respectivamente, si los instrumentos contaren con garantías suficientes, en cuyo caso se aplicará lo siguiente:

- a) La clasificación definitiva podrá ser en categoría C si el instrumento tuviere garantías suficientes.
- b) La clasificación definitiva podrá ser categoría B sólo si el instrumento contare con garantías suficientes que hagan que su pago sea independiente de la capacidad de pago del emisor.
- c) La clasificación definitiva podrá ser categoría A sólo si el instrumento tuviere garantías suficientes que al hacerse exigibles

permitieren asegurar que el pago total del mismo se hará en iguales condiciones que las pactadas con el emisor.

Se deberá considerar también la liquidez del instrumento en el mercado para mantener o bajar la clasificación del título, o para distinguirla mediante el uso de subcategorías, si a juicio de la clasificadora así corresponde.

Se entenderá que las garantías de un instrumento son suficientes cuando cumplieren al menos las siguientes condiciones :

- 1) que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables por las clasificadoras.
- 2) que en el caso de la caución personal otorgada por una persona jurídica, la capacidad de pago del garante sea clasificada en una categoría distinta de E o D, considerando el monto caucionado como deuda directa de aquél.
- 3) que los bienes que constituyen las prendas o hipotecas tengan los seguros mínimos necesarios.

SECCION II : PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CLASIFICACION DE BONOS.

Los bonos que no hubiesen sido clasificados en forma definitiva de acuerdo al procedimiento definido en la Sección I se someterán a los procedimientos que a continuación se señalan.

La clasificación de riesgo de los bonos deberá comprender tres etapas : la clasificación preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor (punto 1), el análisis de las características del instrumento (punto 2) y la clasificación final del instrumento (punto 3) que combina la clasificación preliminar con el resultado del análisis de las características del instrumento y de su liquidez en el mercado.

1. Clasificación preliminar.

La capacidad de pago del emisor se clasificará en categoría B, C o D. La Categoría B será la de mayor solvencia, la que disminuirá progresivamente hasta la Categoría D, que será la de menor solvencia.

El análisis de la capacidad de pago del emisor deberá considerar los siguientes aspectos:

- a) racionalidad económica;
- b) estructura financiera del emisor;

000136

- c) otras características del emisor que incidan en el riesgo de crédito, tales como seguros, regulaciones tarifarias, y otras;
- d) experiencia y motivación de los patrocinadores, y
- e) experiencia y capacidad financiera de los contratistas.

Cada uno de los aspectos señalados deberá clasificarse en alguno de los siguientes niveles: 1, 2, 3 y 4. Se asignará el nivel 1 a los aspectos que representen un bajo riesgo para la solvencia del emisor, el que aumentará progresivamente hasta alcanzar el nivel 4, que representará el mayor riesgo.

La clasificación de solvencia será una combinación de las clasificaciones mencionadas en el inciso anterior. Se deberá fundamentar expresamente la ponderación y el efecto de cada uno de los aspectos en la clasificación de este indicador.

No obstante lo señalado en los incisos precedentes, para los efectos de determinar la categoría de la solvencia del emisor, se deberá considerar la capacidad de pago de quienes aseguran la terminación del proyecto y de quienes garantizan algún otro aspecto relevante de los negocios del emisor, sin la cual no pueda concluirse que la clasificación de solvencia sea distinta de Categoría D.

1.1. Racionalidad económica.

Para analizar la racionalidad económica se evaluará la rentabilidad operacional de los activos del emisor, independientemente de las características del financiamiento. Se deberá efectuar un análisis de los factores internos y externos al emisor, que determinan sus flujos de ingresos y costos, su predictibilidad y estabilidad en el tiempo.

Para los efectos de lo dispuesto en el párrafo anterior, se deberán analizar los riesgos de la inversión, el sector económico en que se desarrolla el proyecto y la racionalidad del producto o servicio. Adicionalmente, se deberá realizar un análisis de sensibilidad de los indicadores de rentabilidad esperada del emisor, para determinar la estabilidad de los mismos.

En relación a los riesgos del proyecto, deberá analizarse tanto la posibilidad de aumento de los costos de inversión y de retraso del período de iniciación de operaciones, como el grado de cumplimiento del programa de inversión. Cuando se trate de proyectos en que el monto de la inversión esté sujeto a una alta variabilidad, será determinante para la clasificación de la racionalidad económica la existencia de auditorías realizadas por empresas de prestigio, independientes de los patrocinadores del proyecto, que avalen la calidad y predictibilidad de los montos de inversión proyectados de seguros que cubran los aumentos de costos inesperados.

Asimismo, deberán analizarse los resguardos y/o garantías que pudieren otorgar los patrocinadores, contratistas u otros, que permitan asegurar que el proyecto será construido en tiempo y forma, y que la capacidad y rendimiento de diseño sean alcanzados durante la etapa de operación del proyecto.

Cuando se analicen proyectos con un alto componente de ingeniería y obras civiles, se deberán elaborar indicadores de montos de inversión por unidad de capacidad, los que se compararán con los de otros proyectos de la industria para determinar sus ventajas competitivas.

En el análisis del sector económico en que se desarrolla el proyecto deberán revisarse, a lo menos, los siguientes aspectos:

- a) Estructura del mercado. Este análisis se efectuará considerando el número de oferentes en el mercado y su distribución por tamaño; la existencia de barreras de entrada a la industria, y las características oligopólicas que puedan reducir la competencia de potenciales inversionistas.
- b) Desempeño histórico del sector y proyecciones futuras. Ello se medirá analizando como se afecta el crecimiento futuro del sector frente a diferentes alternativas de variables macroeconómicas, tales como crecimiento de tasas de interés y tipo de cambio.
- c) Políticas de regulación pública y su efecto en la rentabilidad del sector.
- d) Comportamiento cíclico. Este análisis se efectuará considerando la forma como se relaciona el desempeño del sector con los ciclos de la economía.

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio, deberán considerarse a lo menos los siguientes aspectos:

- a) Mercado objetivo. Se deberá considerar si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población; si se trata de un nuevo producto, o la penetración de un nuevo mercado o existe un producto y mercado ya desarrollado; la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.
- b) Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus obligaciones crediticias.

Entre los factores determinantes del costo de operación del emisor, se deberán considerar a lo menos los siguientes: 000138

- 1) Las condiciones de abastecimiento de materias primas, en particular la localización respecto a centros de oferta, la dependencia de un mercado atomizado o de unos pocos oferentes en un mercado oligopólico y la volatilidad de la oferta en términos de volumen y precios.
- 2) Las características de la tecnología, y en particular, el grado de conocimientos y la estandarización y madurez de las tecnologías que se emplearán.
- 3) La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos, tales como energía, caminos, puertos, servicios de agua potable y telecomunicaciones.
- 4) La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano necesarios para la operación a costos competitivos.
- 5) Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

El análisis de los factores señalados en los números anteriores deberá estar respaldado por estudios técnicos realizados por empresas consultoras o profesionales idóneos, independientes de los patrocinadores.

El análisis de la racionalidad económica deberá incluir el cálculo de la tasa interna de retorno y del valor presente neto, basado en supuestos conservadores acerca de los elementos que determinan la capacidad de generación de ingresos netos del emisor. Asimismo, en el análisis de sensibilidad se considerarán eventos desfavorables para el emisor que posean cierta probabilidad de ocurrencia.

En el caso de que existan contratos a largo plazo que aseguren el suministro de insumos esenciales o la colocación de la producción del emisor, éstos podrán ser considerados para los efectos de determinar la racionalidad económica.

1.2. Estructura financiera del emisor.

El objeto del análisis de este indicador será determinar si el financiamiento del emisor ha sido estructurado acorde con los riesgos propios del negocio. Se deberán evaluar los siguientes aspectos: capitalización; calces de flujos; cobertura de otros riesgos financieros, y liquidez del emisor.

En el análisis de la capitalización se deberá evaluar si el emisor presenta patrimonio adecuado a los riesgos propios del negocio o, en su defecto, garantías de terceros que reduzcan los riesgos de crédito de los acreedores, como por ejemplo la existencia de compromisos de incremento de capital por parte de los patrocinadores o de terceros, con el objeto de financiar aumentos de los requerimientos de inversión. En particular se calcularán indicadores de cobertura de servicio de la deuda y relación deuda a capital.

En relación al calce de flujos, se deberá analizar si el emisor tiene una estructura de financiamiento en que los préstamos se otorguen por plazos que resulten consistentes con los flujos del emisor. Cuando ello no ocurra así, el financiamiento de reemplazo deberá estar garantizado por los patrocinadores o terceras personas.

Se deberá determinar la existencia de otros riesgos financieros que pudieran afectar significativamente la capacidad de servicio de las deudas, tales como riesgo de tipo de cambio, riesgo de calce de monedas y riesgo de tasa de interés.

En lo que respecta a la liquidez, se deberá evaluar si el emisor presenta un capital de trabajo suficiente para hacer frente a los riesgos de iliquidez que se pudieran producir en los años de operación del proyecto, en que se prevea no alcanzar el nivel de cobertura de gastos financieros señalado en el número 5) del punto 2 de la Sección I. El requisito mínimo de razón de liquidez proyectada, activos corrientes dividido por pasivos corrientes, dependerá de las características del proyecto.

1.3 Otras características de los negocios de emisor que incidan en el riesgo crédito.

Se deberá analizar cualquier otra característica de los negocios que incida en la capacidad de pago de las obligaciones del emisor, que no haya sido evaluada en el análisis de los aspectos señalados anteriormente para clasificar la solvencia del emisor. Para tal efecto, se deberán considerar a lo menos los siguiente aspectos:

- a) En el caso que los activos del proyecto no tengan económicamente un uso alternativo al mismo, se le atribuirá un mayor nivel de riesgo, a menos que cuente con garantías suficientes proporcionadas por terceros, o bien, que se trate de un proyecto financiado fundamentalmente con capital propio o en el que se haya establecido otros mecanismos eficientes para limitar el riesgo de los financistas.
- b) Forma en que se encuentra asegurado el proyecto, tanto en su etapa de construcción como de operación. En lo que respecta a este último aspecto, los seguros deberán cubrir siniestros por paralización de actividades por fuerza mayor, a lo menos por un monto suficiente para mantener el servicio de la deuda. Los seguros contratados deberán considerar una cobertura adecuada, incluso para riesgos muy remotos como catástrofes naturales o fuerza mayor.
- c) Sistema legal o administrativo de regulación de la actividad del proyecto, especialmente si éste tiene la calidad de un monopolio natural.
- d) Impactos ambientales del proyecto. Para estos efectos, se deberá analizar el cumplimiento de las normas vigentes en Chile **000140** regulaciones internacionalmente aceptadas.

1.4. Experiencia y motivación de los patrocinadores.

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

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

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

1.5. Experiencia y capacidad financiera de los contratistas.

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

2. Características del instrumento

En la clasificación final se debe tomár como antecedente la categoría asignada en la clasificación preliminar, con el objeto de mantenerla o modificarla una vez evaluadas las características del instrumento, en conformidad a lo dispuesto en el punto 3. Para los efectos de esta Norma dichas características se separarán en resguardos (punto 2.1.) y garantías (punto 2.2).

2.1. Resguardos del Instrumento.

En relación a los resguardos, deberá analizarse los factores críticos de los negocios del emisor que puedan incidir en una clasificación de la solvencia en Categoría D de riesgo. En base a dicho análisis se deberá evaluar si los resguardos proporcionan estabilidad a la capacidad de pago del emisor, comprobando si éstos son controlables por el representante de los tenedores de bonos y si son mayores a los otorgados a otros acreedores. Entre los resguardos que incidan en la clasificación del instrumento, se podrán considerar los siguientes:

- a) Limitaciones al reparto de utilidades.
- b) Prohibición o limitaciones a la división, fusión, absorción o disolución anticipada de la empresa.
- c) Prohibición o limitación a la formación de empresas subsidiarias o filiales.
- d) Limitaciones a los niveles de endeudamiento de la empresa.
- e) Prohibición o limitación a la enajenación o constitución de derechos reales en favor de terceros, sobre activos significativos de la empresa.
- f) Prohibición o limitación al otorgamiento de garantías personales por parte de la empresa emisora.
- g) Obligación de mantener una determinada relación entre activos libres de gravámenes y pasivos no garantizados.
- h) Cláusulas de aceleración o exigibilidad inmediata de las obligaciones derivadas de la emisión en caso de mora o simple retardo en el cumplimiento de otras obligaciones.
- i) Prohibición o limitaciones a la contratación de deudas preferentes a las contempladas en el contrato de emisión.
- j) Compromiso respecto de la mantención de una cobertura adecuada de seguros sobre activos imprescindibles.
- k) Compromiso de mantención de la propiedad de la empresa en manos de los patrocinadores principales del proyecto.
- l) Existencia de mecanismos de resolución de conflictos.
- m) Los establecidos en el punto 2.3. de la Sección I.

2.2. Garantías del instrumento.

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc. que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento.

Para que las garantías de un instrumento sean consideradas suficientes, deberá analizarse lo establecido en los párrafos siguientes dependiendo si las garantías son reales o personales.

En relación a la evaluación de las garantías reales, se deberá analizar, a lo menos, lo siguiente:

- a) Valor estimado de los bienes entregados en garantía.

- b) Valor de las obligaciones que se garantizan.
- c) Determinación de si se trata de contratos generales de garantía, o bien si se aseguran obligaciones específicas.
- d) Existencia de otras garantías reales, de pago preferente sobre los mismos bienes.
- e) Debida constitución legal de las garantías.
- f) Estado de los bienes dados en garantía.
- g) Liquidez de los bienes dados en garantía.
- h) Existencia de seguros suficientes sobre los bienes entregados en garantía.
- i) El hecho que las mismas garantías puedan estar caucionando el proyecto y el instrumento al mismo tiempo, caso en el cual no se considerarán para clasificar este último. En consecuencia, las garantías sobre acciones o derechos de la o las sociedades que llevarán a cabo el proyecto, no serán consideradas para los efectos de la clasificación si las sociedades respectivas han constituido garantías reales sobre sus activos, o garantías personales.

En la evaluación de las garantías personales se deberá analizar los siguientes aspectos:

- a) Capacidad crediticia y de pago pasada, actual y futura del garante.
- b) Existencia de beneficio de exclusión u otras circunstancias que permitan al garante evitar o postergar el ejercicio de la garantía.
- c) Otras garantías reales o personales otorgadas por el garante.
- d) En caso de garantías personales otorgadas por personas jurídicas sujetas a clasificación, deberá considerarse la clasificación que se les haya asignado.
- e) Cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de las garantías personales.
- f) Expectativas de vida física o institucional del garante.

3. Determinación de la Clasificación Final.

Para determinar la clasificación final se verificará si el instrumento cuenta con garantías suficientes, en cuyo caso la

clasificación preliminar podrá subirse. De lo contrario, deberá determinarse si existen resguardo suficientes en cuyo caso la clasificación final corresponderá a la preliminar.

A continuación se resumen los criterios de determinación de la clasificación final para un determinado instrumento.

- a) La clasificación preliminar podrá bajar de categoría si el instrumento no contare con resguardos suficientes ni garantías suficientes.
- b) La clasificación preliminar se mantendrá si el instrumento contare con resguardos suficientes, y no gozare de garantías suficientes.
- c) La clasificación preliminar se podrá subir en una categoría cuando el instrumento contare con garantías suficientes.
- d) La clasificación preliminar sólo podrá subirse dos categorías cuando el instrumento tenga garantías suficientes que hagan que su pago sea independiente de la capacidad de pago del emisor.
- e) La clasificación preliminar podrá subirse a categoría A cuando el instrumento contare con garantías suficientes que aseguren que el pago total se hará en las mismas condiciones y plazos pactados con el emisor.

Además se deberá considerar la liquidez del instrumento en el mercado para mantener la clasificación del título, o para distinguirla mediante el uso de subcategorías, si a juicio de la clasificadora así corresponde."

Vigencia.

La presente norma de carácter general rige a contar de esta fecha.


Hugo Lavados Montes
HUGO LAVADOS MONTES
SUPERINTENDENTE

000144