

# VISION DE RIESGO

ENERO - FEBRERO  
2000

## Editorial

En este número de Visión de Riesgo, presentamos el artículo "Financiamiento de empresa y proyectos de servicios sanitarios", escrito por Rafael Charún, Alvaro Feller y Jaime Leonart. Este trabajo está incluido en la publicación "Privatización del sector Sanitario Chileno: Análisis de un Proceso Inconcluso", editado por Sergio Oxman y John Paul Oxer.

El objetivo de este estudio es presentar la visión de Feller Rate, como clasificadora de riesgo, respecto de la emisión de bonos como alternativa de financiamiento de empresas y proyectos de servicios sanitarios.

En Chile, la mayor parte de las empresas de servicios públicos han emitido deuda en el mercado de capitales para financiar sus necesidades de fondos. A pesar de que las empresas de servicios sanitarios no han tenido en este sentido una participación relevante dentro del mercado chileno, la privatización de este sector permite esperar que la situación cambie significativamente.

Las empresas de servicios públicos tienen dos opciones al recurrir al financiamiento externo: deuda corporativa y deuda para financiamiento de proyectos.

Los bonos corporativos son la alternativa más utilizada por las empresas en Chile para la obtención de pasivos de mediano y largo plazo. Este tipo de instrumento se caracteriza porque su capacidad de cumplimiento no se diferencia del comportamiento financiero de la empresa emisora, siendo ésta la que responde integralmente por los compromisos adquiridos.

Por otra parte, los bonos de financiamiento de proyectos son un mecanismo de levantamiento de fondos, cuya única fuente de repago son los flujos de caja generados por un proyecto específico. La diferencia básica con respecto a la emisión de deuda corporativa, es que el proyecto es una entidad financiera y legalmente independiente de los propietarios del proyecto, por lo que es factible aislar su riesgo del de la empresa.

## Contenido

### Opinión:

<a href="#">Financiamiento de Empresas y Proyectos de Servicios Sanitarios</a>	<b>2</b>
--	----------

### Acciones de clasificación **6**

#### Nuevas clasificaciones

<a href="#">Empresa Nacional de Electricidad</a>	<b>14</b>
<a href="#">Empresa de Servicios Sanitarios del Libertador</a>	<b>14</b>

#### Revisiones de clasificación

<a href="#">Clínica Las Condes</a>	<b>15</b>
<a href="#">Compañía Chilena de Fósforos</a>	<b>16</b>
<a href="#">Cía. de Seguros de Vida Cruz del Sur</a>	<b>17</b>
<a href="#">Cía. de Seguros de Vida Santiago</a>	<b>18</b>
<a href="#">Compañía Eléctrico Metalúrgica</a>	<b>18</b>
<a href="#">Empresa Eléctrica Pehuenche</a>	<b>19</b>
<a href="#">Lan Chile</a>	<b>20</b>
<a href="#">Metalpar</a>	<b>21</b>
<a href="#">Plaza Vespucio</a>	<b>22</b>
<a href="#">Supermercados Unimarc</a>	<b>23</b>
<a href="#">Viña Santa Rita</a>	<b>23</b>

### Clasificaciones Feller Rate **25**

### Clasificaciones Standard & Poor's **27**

### Criterios y Categorías **30**

*Feller Rate mantiene una alianza estratégica con **Standard & Poor's Rating Services**, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, **Feller Rate** es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.*

*Feller Rate es una firma constituida en conformidad con la legislación chilena sobre mercados de valores y bancario, cuyo giro exclusivo es la clasificación de riesgo de títulos de oferta pública.*

*Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro.*

*Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización escrita de Feller Rate.*

# FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS Y PROYECTOS DE SERVICIOS SANITARIOS\*

RAFAEL CHARUN / ALVARO FELLER / JAIME LEONART

## I. INTRODUCCION

En este trabajo se discute la emisión de bonos como alternativa de financiamiento de empresas y proyectos de servicios sanitarios, desde la particular perspectiva de la clasificación de riesgo. El enfoque presentado es el de Feller Rate Clasificadora de Riesgo, firma chilena afiliada con Standard & Poor's<sup>1</sup>. El punto de vista es similar al que se sigue para otras empresas y proyectos de servicios públicos. Sin embargo, las características del sector, principalmente su estructura de demanda y regulación, hacen necesaria la aplicación de metodologías de análisis especiales.

El sector sanitario tiene como una de sus principales particularidades, las fuertes necesidades de fondos para realizar las inversiones que se requieren para proveer un servicio adecuado. Como en otras empresas de servicios públicos, hoy es frecuente que una parte importante de ese financiamiento provenga de la emisión de deuda en el mercado de capitales. Este tipo de deuda ha ido adquiriendo cada vez más relevancia como complemento de la deuda bancaria más tradicional y de los aportes de capital de los propietarios. Plazos más acordes con los flujos de maduración de los proyectos, menores costos derivados de la desintermediación y el crecimiento de los fondos institucionales, son variables que han incidido en este fenómeno.

En Chile, la mayor parte de las empresas de servicios públicos han emitido deuda en el mercado de capitales, tanto doméstico como internacional, para financiar sus necesidades de fondos. Dentro de ellas, son las empresas generadoras de energía eléctrica las que aparecen como

claros líderes. Esto, a pesar de que las desfavorables condiciones de tasas de interés que prevalecieron durante la década de los noventa, impidieron una mayor actividad en el mercado de deuda doméstica.

Las empresas de servicios sanitarios, por contraste, han sido actores muy menores en el mercado de capitales chileno. Salvo excepciones marginales, la gran mayoría no ha emitido deuda ni local ni internacionalmente. Con la privatización del sector a partir de 1999, este panorama se prevé que debiera cambiar sustancialmente.

Al recurrir al mercado local de capitales, las empresas de servicios públicos se enfrentan usualmente con dos opciones básicas de emisión de bonos: deuda corporativa y deuda para financiamiento de proyectos. En la primera modalidad, es la empresa como tal la que emite deuda, respondiendo íntegramente por los compromisos adquiridos. La segunda opción se presenta cuando es factible aislar un determinado proyecto o conjunto de activos, como unidad autosostenida del resto de la empresa.

La experiencia chilena en emisión de bonos corporativos es relativamente amplia, no así la de financiamiento de proyectos. Los primeros adquieren importancia junto con el término de la crisis financiera de comienzos de los ochenta y, en especial, con la privatización del sistema de pensiones. Estos bonos son ampliamente conocidos por los inversionistas institucionales y su colocación es, dado un nivel de riesgo, fundamentalmente un problema de precio.

En contraposición, la experiencia chilena en bonos para financiamiento de proyectos es muy limitada. De hecho, hacia fines de 1999 había sólo una emisión en el mercado local -correspondiente a una carretera de peaje<sup>2</sup>- en el marco del programa de concesiones viales. No obstante, se espera que este tipo de mecanismo tenga un fuerte impulso en el corto plazo, principalmente como consecuencia de los distintos programas de concesiones de obras públicas e infraestructura. De hecho, son diversas las concesiones ya otorgadas que están estructurando programas de emisión de bonos.

Ambas opciones de financiamiento son igualmente válidas para una empresa sanitaria. Más aún, perfectamente pueden ser complementarias en la estructura de financiamiento de una empresa de servicios públicos. La emisión de deuda corporativa, por ejemplo, se puede utilizar para el financiamiento global de la empresa, incluyendo muchos de sus programas de inversión; los bonos de financiamiento de proyectos, cuando existan proyectos específicos, que puedan estructurarse como autosostenidos e independientes.

En este trabajo se tratan los alcances de cada alternativa y el enfoque de clasificación de riesgo de Feller Rate. En especial, se analizan los factores críticos que se toman en consideración en un proceso de clasificación de riesgo, tanto en el caso de deuda corporativa como de financiamiento de proyectos. En este último caso, se señalan también los requisitos que las estructuras financiero-legales deben tener para alcanzar una clasificación en grado inversión.

\* Capítulo VIII de la publicación: «Privatización del Sector Sanitario Chileno: Análisis de un Proceso Inconcluso». Editores: Sergio Oxman y John Paul Oxer. Por publicar en Abril de 2000.

1 Feller Rate está afiliada con Standard & Poor's, mediante una alianza estratégica que incluye aspectos comerciales, metodológicos y de asistencia técnica. Los criterios de clasificación de Feller Rate están basados en los de Standard & Poor's.

2 La concesión vial «RUTA 5 TRAMO TALCA-CHILLAN S.A.», con una clasificación AAA por Feller Rate. Por otra parte, la concesión del aeropuerto de Santiago, SCL, colocó una emisión de financiamiento de proyectos en los Estados Unidos.

## II. FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS SANITARIAS MEDIANTE BONOS CORPORATIVOS

Los bonos corporativos son la alternativa más utilizada para la obtención de pasivos de mediano y largo plazo por las empresas en Chile. Este tipo de instrumento tiene ya un volumen de operaciones concretadas que lo hacen conocido entre los agentes del mercado, lo que facilita su emisión y posterior venta a los inversionistas.

Con todo, durante la mayor parte de la década de los noventa las tasas de interés en el mercado chileno estuvieron por encima de las tasas internacionales. Más aún, generalmente existió la percepción de que la situación era transitoria, producto de un intento del Banco Central por «enfriar» la economía. Con esto, la emisión de deuda de mediano o largo plazo en el mercado local perdió parte de su atractivo. Por ello, el volumen total de emisiones corporativas está aún muy por debajo de su potencial, considerando los fondos institucionales y el total de deuda de las empresas elegibles.

Actualmente, existen cerca de 70 emisiones de bonos vigentes, que acumulan un monto superior a US\$2.500 millones. Las emisiones en el mercado comprenden deuda tanto en unidades de fomento como en dólares, principalmente emitidas a tasa fija.

Los plazos finales de estos instrumentos varían entre 4 y 30 años, mientras las amortizaciones de capital son, por lo general, semestrales, tras un periodo de gracia inicial. Alternativamente, algunos instrumentos reservan el pago del principal para la última cuota y sólo tienen cupones semestrales para los intereses durante el periodo de vida del bono.

### 1. BONOS CORPORATIVOS

Desde el punto de vista analítico, un bono corporativo es aquel cuya capacidad de cumplimiento no se diferencia del comportamiento financiero de la empresa que realiza la emisión. La fuente de repago no está asociada a flujos de ingresos o proyectos aislados, sino que proviene de una fuente común a todos los pasivos de la entidad.

El punto central que diferencia a un bono corporativo es la incapacidad de ais-

lar fuentes de repago particulares y, por lo tanto, la relación directa que se establece entre la solvencia de la compañía y la clasificación final del instrumento. Asociado a lo anterior, su estructura legal es relativamente simple y busca principalmente que no se modifiquen en el tiempo los derechos del acreedor para exigir el retorno de su inversión.

La capacidad de pago del instrumento y, por lo tanto, la tasa financiera que deberá rentar el título, va en directa relación con los niveles de incertidumbre asociados al conjunto de la generación de la sociedad emisora. Dependiendo de las características de cada caso, esto podría significar un premio o un castigo para una emisión particular.

Así, un bono asociado a un proyecto relativamente más riesgoso, emitido bajo un esquema de bono corporativo, podría beneficiarse de la estabilidad de los flujos de efectivo provenientes de la operación principal del emisor. Como contrapartida, pese a que una determinada inversión puede ser extremadamente estable en sus flujos futuros, su costo de financiamiento se verá impactado si el emisor es una compañía que presenta debilidad financiera o se encuentra comprometida en operaciones de mayor nivel de volatilidad.

### 2. PROCESO DE EMISION

La emisión de bonos, tanto corporativos como de financiamiento de proyectos, para ser ofrecidos públicamente se encuentra bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), quien lleva para tales efectos un registro de compañías e instrumentos.

Paso previo, o eventualmente paralelo, a la inscripción del bono es la inscripción de la propia sociedad emisora ante la SVS, para lo cual deben presentarse todos los antecedentes legales y financieros que la normativa indica.

Una vez inscrita la sociedad es necesario presentar los antecedentes de la emisión, entre los que destacan: el prospecto de emisión, donde se indican los antecedentes del emisor y del bono; el contrato de emisión, contrato formal firmado ante notario donde se especifica el detalle de la

emisión de deuda; dos certificados de clasificación de riesgo emitidos por clasificadoras independientes.

Una vez revisados los antecedentes y corregidas las eventuales observaciones de la SVS, el instrumento se inscribe en el Registro de Valores y es posible iniciar su oferta en los mercados nacionales.

### 3. INVERSIONISTAS

En términos generales, los bonos en Chile sólo tienen demanda por parte de inversionistas institucionales, no existiendo históricamente poder comprador significativo por parte de personas naturales.

En parte, esto responde a la poca liquidez de los mercados, lo que lleva a que generalmente se trate de inversiones a término, en que los compradores mantienen el instrumento en cartera hasta su fecha de expiración.

Dependiendo de las características de plazo, moneda, posibilidad de rescate anticipado, volumen emitido y clasificación de riesgo, entre otras, los distintos bonos resultan más atractivos para distintos inversionistas.

El importante volumen de emisiones realizadas a fines de los ochenta y principios de los noventa, estuvo asociado fundamentalmente con el calce entre las necesidades de financiamiento de largo plazo de algunas compañías, principalmente eléctricas y de telecomunicaciones, y la necesidad de instrumentos por parte de las AFP's, que en ese momento disponían de un abanico bastante más limitado de opciones.

Con el avance de la década de los noventa, las emisiones se han sofisticado y cada vez más se diseñan instrumentos asociados a las necesidades de los distintos inversionistas institucionales.

Es así como, mientras las AFP's se observan interesadas en bonos de plazo medio (5 a 10 años), ha surgido un mercado importante para bonos largos (20 años y más) por parte de compañías de seguros de vida, que prefieren este tipo de instrumentos para realizar el calce de sus obligaciones.

#### 4. CLASIFICACION DE RIESGO

Para determinar la factibilidad del financiamiento de empresas y proyectos sanitarios por medio de bonos corporativos, y el costo financiero asociado, resulta clave la evaluación de la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones contraídas. En este sentido, es de gran importancia la clasificación de riesgo del instrumento, de manera de hacerlo comparable a otras alternativas de inversión en renta fija disponibles en el mercado.

La clasificación de riesgo es una práctica común en los mercados financieros más importantes del mundo. Sus orígenes se remontan a fines del siglo XIX y consiste en la asignación de una determinada categoría de riesgo, sobre una base homogénea, a los distintos títulos de deuda presentes en el mercado.

Esta asignación es realizada por agencias privadas independientes, que operan tanto en los mercados globales como en mercados locales, de acuerdo a la normativa vigente en cada país. A nivel internacional, las dos agencias de clasificación de riesgo más importantes son: Standard & Poor's Rating Agency y Moody's Investor Services, ambas con base en Nueva York, EE.UU.

La escala más conocida y utilizada mundialmente es la de Standard & Poor's, que asigna la categoría AAA al instrumento de menor riesgo relativo, para continuar con las categorías AA, A y BBB dentro de grado de inversión y a partir de BB asignar los niveles correspondientes a inversiones especulativas. Adicionalmente, en las categorías AA e inferiores, se asignan los símbolos «+» y «-» para representar niveles de mayor o menor solvencia financiera dentro de la categoría. Este es el sistema que la Ley de Mercado de Valores estableció para Chile y que utiliza Feller Rate.

##### a. Clasificación de solvencia

El primer paso para asignar un nivel de riesgo relativo a la emisión de deuda de una empresa sanitaria, es determinar su nivel de solvencia financiera para responder por todas sus acreencias.

El análisis para determinar la categoría de riesgo asociada a la solvencia de una compañía, contempla dos enfoques complementarios.

En primer término, es necesario determinar el perfil de negocios de la empresa. Este corresponde a un enfoque esencialmente cualitativo, si bien se utiliza información cuantitativa en la medida que esté disponible. Con esta información, se busca entender los negocios en que participa la compañía y su posición relativa dentro de ellos.

El segundo componente es el perfil financiero, donde se analizan cifras e indicadores que permitan comprender la fortaleza o debilidad de la posición financiera de la compañía.

La combinación de ambos componentes permitirá determinar la clasificación de la solvencia de la empresa. Así, una compañía que opera en industrias de mayor volatilidad necesitará mayor fortaleza financiera para obtener la misma

---

*Determinar la solvencia de una empresa, es el primer paso en la asignación de un nivel de riesgo relativo a su emisión de deuda*

---

clasificación que otra que opera en industrias más estables. También es esperable que actores más dominantes en una industria competitiva, obtengan mejores clasificaciones que sus competidores más débiles y, por lo tanto, más vulnerables ante situaciones financieras similares.

##### i. Perfil de negocios

El perfil de negocios para compañías sanitarias comprende la evaluación de cinco componentes que, en su conjunto, permiten formarse una idea de su posición. Estos son: Regulación, Mercados en que participa, Operaciones, Competitividad y Administración.

*Regulación.* En un sector que opera sobre la base de monopolios regulados, las consideraciones respecto de la legislación son fundamentales. El análisis busca determinar tanto el grado de respaldo y lo adecuado de las estructuras, como el marco legal y su impacto en la generación de flujos de la compañía sanitaria.

Un primer aspecto es la transparencia y el tiempo que lleva operando el marco regulatorio. La existencia de reglas claras, que requieran de iniciativas legales para

realizar modificaciones sustanciales, se evalúa mejor que las posibilidades de realizar cambios discrecionales a nivel ministerial o de organismos reguladores. En el mismo sentido, resulta más confiable un sistema que lleve mayor tiempo operando, que uno que aún no ha demostrado su capacidad de operación. Para ser visto positivamente, el sistema regulatorio debe ser consistente en el tiempo, tener un comportamiento predecible y asignar la importancia suficiente a la estabilidad financiera de las empresas que pertenecen al sector.

El sistema regulatorio chileno, que busca promover la eficiencia mediante la utilización de empresas modelos, es en principio más riesgoso que los modelos basados en estructuras de costos efectivos, pues obliga a la compañía a estrictos controles de sus operaciones. No obstante,

tiene la ventaja de que entrega resultados más contables en el tiempo, al operar sobre un esquema «competitivo» y no sobre tarifas artificialmente infladas por estructuras o inversiones sobredimensionadas. Esto es, se trata de un modelo con mayor racionalidad económica, que tiende a favorecer la eficiencia y los beneficios para el usuario.

Otro punto muy importante en la regulación sanitaria son los compromisos medioambientales, que generalmente llevan asociados fuertes volúmenes de inversión, especialmente en el tratamiento de aguas servidas. Pese a que las tarifas pueden reconocer la recuperación de las inversiones en el largo plazo, ellas pueden tensar la situación financiera de la compañía en el corto plazo.

En este sentido, es clave la relación entre las obligaciones medioambientales de la compañía sanitaria y el mecanismo de fijación de tarifas. El cumplimiento de exigencias que requieran inversiones costosas no son necesariamente negativas, en la medida que la compañía tenga un sistema de tarifas transparente y flexible, que permita traspasar los nuevos costos a los

---

*El perfil financiero y de negocios son componentes que permiten determinar el nivel de solvencia de una compañía*

---

consumidores, y que ellos tengan la disposición y capacidad de cubrirlos.

Para evaluar en qué sentido se moverán las exigencias ambientales, es importante compararlas con los estándares vigentes en otras regiones del mundo más desarrolladas. Esto no significa que todos los sistemas vayan a tener exigencias comunes, pero la tendencia debería ser a moverse en ese sentido.

*Mercados en que participa.* El mercado en que una compañía sanitaria participa, es un elemento fundamental en la comprensión del nivel de riesgo que enfrenta. Pese a que, en general, las ventas de agua potable son aun menos fluctuantes respecto del ciclo económico que otros servicios públicos, como electricidad o gas, pueden ser sensibles a otras variables como el clima, especialmente en zonas más cálidas, en que parte importante del consumo es en exteriores.

Pese a la relativa inelasticidad en el consumo de agua potable de personas y empresas, la posibilidad de ingresos y flujos de caja crecientes está finalmente relacionada a la fortaleza de la situación económica local. La comprensión de los mercados de la empresa sanitaria comienza con la evaluación económica y demográfica del área en que presta sus servicios.

La fortaleza de la demanda de largo plazo se examina desde una perspectiva económica, lo que permite comprender las tendencias en inversión, ingresos y empleo como indicadores de cambios dentro del área de servicio. También es posible estudiar los niveles de uso del servicio, para determinar la sensibilidad a los ciclos económicos y las necesidades de futuras inversiones. Si se dispone de derechos de agua y capacidad de producción excedente, una demanda creciente puede ser positiva por medio de cobros de consumo y cargos de conexión. Pero, una expansión económica acelerada dificulta la planificación y obliga a la compañía a incrementar

la capacidad de sus sistemas, con mayores costos potenciales de operación.

Dependiendo de la relación de los ingresos generados por consumo versus por cargo fijo, el crecimiento del número de clientes puede ser importante para una compañía sanitaria, por lo que es necesario analizar si estos incrementos son sustentables. Especialmente en economías emergentes, periodos de rápido crecimiento pueden ser seguidos de profundas contracciones, lo que lleva a cambios importantes en los ingresos de la compañía sanitaria.

Un problema significativo puede ser el nivel de agua potable no facturada, la que puede llegar a niveles del 60% o superior en países emergentes. Este porcentaje representa agua que sale de las plantas de producción, pero que no es facturada a los clientes, principalmente debido a pérdidas físicas, aunque también producto de pérdidas comerciales asociadas a deficiencias o inexistencia de sistemas de medición.

Asimismo, se evalúan las características de la base de consumidores. Si algún consumidor particular juega un papel dominante en el área de servicio, debe ser analizado. Se evalúa cada cliente que sea responsable de más de un 5% de los ingresos, para determinar su estabilidad, compromiso con el área de servicio y aporte a las utilidades. Si los 10 clientes más importantes contribuyen con más de un 10% a 15% de los ingresos, el sistema tiende a ser más susceptible a fluctuaciones, especialmente si se trata de compañías que operan en una misma industria. Consideraciones similares se realizan si la economía local es dependiente de una industria en particular o de un pequeño número de consumidores clave. En este caso, las potenciales bajas en los ingresos de la compañía sanitaria están más relacionadas a una declinación de la economía que a los consumos particulares de estos clientes.

El total de clientes se desagrega en residenciales, comerciales e industriales para comprender la importancia relativa de cada uno. Un balance entre los tres tipos de consumidores entrega un perfil de operaciones más estable y eficiente. Por ejemplo, si bien un sistema concentrado en consumos residenciales tiende a experimentar menor ciclicidad durante periodos recesivos, generalmente presenta mayores diferencias en los consumos máximos diarios respecto de sistemas con una mayor base industrial, lo que obliga a mayores inversiones de capital.

*Operaciones.* El análisis de las operaciones se basa en la revisión de la capacidad, calidad y eficiencia del servicio. Normalmente, operación de sistemas de agua potable y alcantarillado representa menores complejidades tecnológicas que la distribución de electricidad<sup>3</sup>, pero los altos valores de los activos y su prolongada vida útil hacen que la planeación de incrementos y reemplazos sea crucial.

Es necesario determinar las holguras existentes entre la capacidad de producción y almacenamiento y la adecuación de los sistemas de distribución en relación a las demandas de uso de los clientes. Es preciso observar las tendencias históricas que permitan determinar los niveles de demanda máxima y no sólo los promedios de consumo. En sentido contrario, grandes excesos de capacidad pueden ser señal de sobreinversiones y pesados costos de operación para la base de clientes actual.

Las empresas sanitarias se encuentran bajo una presión creciente para optimizar el uso de sus recursos y la eficiencia de sus operaciones. Si la compañía no tiene niveles de control de costos competitivos con la industria, sus tarifas no serán capaces de generar utilidades.

La historia del nivel de pérdidas de agua, principales roturas de cañerías, problemas de presión y utilización de la capacidad instalada, son analizadas. También se revisan desafíos operacionales que pueden impactar los costos, tales como climas severos, cambios en los niveles o ubicaciones de las lluvias y terrenos difíciles.

---

3 Excepciones posibles son las grandes represas o sistemas de tratamiento complejos.

Cuando se trata de compañías que operan bajo contratos de concesión, es necesario entender el acuerdo de concesión y otros eventuales acuerdos que definan los derechos y obligaciones del concesionario y el eventual término de la concesión. En las recientes privatizaciones chilenas, son de especial consideración los compromisos de inversión de los nuevos propietarios.

*Competitividad.* Las presiones competitivas en la industria de servicios sanitarios se encuentran moderadas por tratarse de monopolios naturales, generalmente garantizados por la legislación y entregados por medio de licencias de operación. Esta competencia limitada es un factor relevante en la asignación de perfiles de negocio fuertes a las empresas sanitarias. Pese a que las licencias pudieran no ser exclusivas, existen barreras a la competencia, como la extensión de las inversiones y la

menos crítica que en empresas que operan en entornos más competitivos. Pese a ello, la evaluación de la administración continúa siendo relevante, dado que sus capacidades y decisiones afectan a todas las áreas operacionales de la compañía. Adicionalmente, la administración dirige las relaciones con los reguladores, lo que puede influenciar el marco en que se desenvuelve la compañía. Las consideraciones analizadas incluyen las capacidades de los miembros de la administración, la estabilidad de las principales gerencias y sus cambios recientes o futuros.

Las estrategias de la compañía son también un elemento diferenciador para determinar el perfil de negocios. En este sentido, se analizan políticas financieras, objetivos corporativos, estrategias y planes tanto para negocios regulados como para los no regulados, incluyendo la efectividad de su implementación.

---

*La evaluación financiera se enfoca principalmente en cuatro áreas: rentabilidad, endeudamiento, análisis de flujos de caja y flexibilidad financiera.*

---

dificultad de obtener los permisos de paso respectivos, que refuerzan la posición monopólica. Adicionalmente, el riesgo de sustitución para el agua es en la práctica inexistente, con la sola excepción del incremento de programas para su reutilización.

La principal presión competitiva para una empresa sanitaria es la competencia por comparación, que obliga a la administración a ser al menos tan buena como empresas similares. En este sentido, gran cantidad de estudios están siendo realizados a nivel mundial de modo de facilitar este tipo de comparaciones.

Si bien la competencia real entre empresas sanitarias no es frecuente, existen algunos ejemplos de ello en Inglaterra y, al menos en teoría, es posible en algunas regiones de Australia, donde existe derecho de acceso a las redes por terceras partes, pero manteniendo el concesionario el derecho a cobro de los cargos de transporte por uso de la red.

*Administración.* Dado el mayor control que ejerce la regulación en estas compañías, la evaluación de la administración es

#### *ii. Perfil financiero*

Dadas las características de las empresas sanitarias -inexistencia de sustitutos, bajo riesgo tecnológico, importancia del servicio para los consumidores y competencia limitada-, su riesgo es considerado el menor dentro de las empresas de servicios públicos. Como consecuencia, sus indicadores financieros pueden ser inferiores a otras compañías, para los mismos niveles de clasificación.

La evaluación financiera se enfoca principalmente en cuatro áreas: rentabilidad, endeudamiento, análisis de flujos de caja y flexibilidad financiera. Estos análisis se realizan tanto sobre la base de información histórica, como para proyecciones presentadas por la administración para los siguientes 3 a 5 años.

*Rentabilidad.* La capacidad para generar utilidades es un punto importante en el análisis crediticio. Una compañía que genera altos beneficios tiene mayores posibilidades de financiar sus inversiones con fuentes internas, atraer capital externo y sobreponerse a situaciones adversas en sus operaciones. Esto es particularmente

cierto para las empresas de agua potable, que generalmente son más intensivas en capital que otras empresas de servicios, lo contribuye a que el tratamiento de la depreciación influya en las utilidades obtenidas. Las medidas de rentabilidad más utilizadas son: rentabilidad patrimonial, resultado operacional sobre activos y márgenes operacionales.

*Endeudamiento y análisis de flujos de caja.* El principal indicador estudiado para el endeudamiento es la relación deuda a capital. El análisis de este indicador debe ser cuidadoso para no incurrir en errores en su interpretación. Así, si bien puede ser directamente analizado en compañías operacionales sobre la base individual, en compañías holding o con finales no controladas en un 100%, se debe ser cuidadoso en la utilización del interés minoritario como parte del patrimonio. Adicionalmente, pueden existir deudas no reflejadas en los balances, como arriendos de largo plazo o obligaciones producto de inversiones realizadas por terceros bajo un esquema BOT.

Respecto de las amortizaciones de la deuda, se consideran menos riesgosos los pagos parciales que las estructuras con pagos fuertes en años particulares, dado el riesgo de refinanciamiento asociado a éstos.

El análisis de flujos de caja es muy importante, debido a que los pagos de amortizaciones e intereses deben ser efectuados con efectivo. Dada la larga vida de los activos, las empresas sanitarias tienden a ser generadores de efectivo asociado a importantes cargos por depreciación. Adicionalmente, deben considerarse las estacionalidades de la generación de la compañía, las que pueden obligar a usos de financiamiento de corto plazo durante los periodos de menor consumo.

Algunos de los indicadores más utilizados son: flujo operacional a gastos financieros, flujo operacional a deuda (eventualmente ajustada por endeudamientos no reflejados en el balance) e inversiones de capital respecto del total de activos.

Debido a que esta industria debe hacer frente a fuertes inversiones de capital, es necesario contar con sistemas de planeación de inversiones suficientemente amplios y confiables. Estos sistemas

deben incorporar la capacidad de administrar la construcción de proyectos y el cumplimiento de los programas de construcción y las estimaciones de costos.

*Flexibilidad financiera.* El análisis de la flexibilidad financiera se basa en la capacidad de la compañía para cumplir sus programas de financiamiento sin dañar su calidad crediticia. Para las compañías sanitarias, las fuentes de fondos externas son un complemento necesario a su generación interna, considerando que deben hacer frente a importantes volúmenes de inversión. Por ello, la capacidad para relacionarse con los mercados de capital de manera fluida y buenas relaciones con la banca y la disponibilidad de líneas de crédito son consideraciones importantes.

En el caso de compañías controladas por privados, se analiza la capacidad para emitir acciones, la cual puede estar condicionada por el precio y liquidez de ellas, las políticas de dividendos y restricciones regulatorias sobre el control de la compañía.

#### b. Clasificación final del bono

Una vez determinada la solvencia de la compañía sobre la base de la combinación de perfil de negocios y perfil financiero, es necesario determinar la clasificación final del instrumento específico. Para ello, ade-

más de la solvencia, se consideran las características del instrumento, que incluyen los resguardos acordados en el contrato de emisión y eventuales garantías.

#### i. Resguardos

Se conoce como resguardos a una serie de acuerdos presentes en el contrato de emisión de bonos que establecen compromisos por parte del emisor ante los acreedores. En términos generales, se pueden dividir en tres grandes categorías: Limitaciones, obligaciones y prohibiciones; causales de aceleración del pago de la deuda; y responsabilidad ante fusiones, divisiones o transformaciones.

En el primer grupo se pueden mencionar: entrega de hechos relevantes e información financiera, mantener activos libres de gravámenes, efectuar provisiones por contingencias adversas y mantener seguros, además de razones financieras como endeudamiento máximo o liquidez mínima, entre otros.

Las causales de aceleración generalmente van relacionadas al no pago oportuno de los cupones del bono u otra deuda relevante, a la aceleración de otra deuda, a la entrega de antecedentes falsos o incumplimientos de las obligaciones del párrafo anterior y su mantenimiento durante un plazo establecido.

Respecto de eventuales fusiones, divisiones o transformaciones, el principal compromiso apunta a mantener solidariamente responsables respecto de la emisión, a la sociedad o sociedades resultantes del proceso de cambio en la estructura.

La clasificación final obtenida por el bono corporativo será igual a la definida para la solvencia, si el contrato presenta suficientes resguardos para los tenedores de bonos. Esto significa, principalmente, que no queden en una situación desmedrada en relación a otros acreedores.

#### ii. Garantías

En términos generales, las garantías reales no son significativas en el proceso de determinación de la clasificación de riesgo del bono. Ello, porque lo que se busca es asegurar no sólo el cumplimiento de la obligación, sino la oportunidad de pago, situación que resulta difícil de asegurar cuando debe liquidarse un activo físico.

Sí pueden ser consideradas favorables, y por lo tanto mejorar la clasificación final respecto de la solvencia ya determinada, las garantías explícitas entregadas por terceros, siempre que éstos cuenten con una evaluación crediticia superior a la del emisor y se asegure la oportunidad en el pago.

## III. BONOS DE FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

### 1. ¿QUE SON LOS BONOS DE FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS?

Los bonos de financiamiento de proyectos son un mecanismo de levantamiento de fondos realizado por unidades económicas autónomas, cuya única fuente de pago son los flujos de caja generados por un proyecto específico. La diferencia principal con la emisión de deuda corporativa, es que el proyecto es una entidad legalmente independiente de los propietarios del proyecto. Asimismo, los activos del proyecto, los flujos de caja y los contratos relacionados están claramente identificados y separados de los patrocinadores y de otros activos y otras empresas pertenecientes a éstos.

La estructura del bono contempla necesariamente una serie de acuerdos contrac-

tuales, que garantizan que los flujos de ingresos generados por el proyecto sean suficientes para pagar sus costos además de la deuda contraída. La estructura legal debe ser tal que cada agente involucrado en la transacción tenga todos los incentivos para cumplir con las obligaciones contraídas con el proyecto.

Este mecanismo se hace especialmente atractivo en proyectos de inversión rentables y de cierta magnitud, donde la capacidad de contar con capital fresco de los patrocinadores es limitada. Por lo tanto, se observa que el grado de endeudamiento financiero de este tipo de emisiones es, en general, significativamente más alto que el que podría soportar una empresa mediante la emisión de deuda corporativa. Este nivel de endeudamiento depen-

derá del proyecto específico, su rentabilidad, la magnitud y naturaleza de los riesgos, la fortaleza de los acuerdos contractuales y la calidad crediticia y solvencia de los que firman dichos acuerdos.

Adicionalmente, en ciertas estructuras es posible que este tipo de deuda no aparezca dentro de los estados financieros de la empresa patrocinadora.

El financiamiento de proyectos es una alternativa al financiamiento directo convencional. No es un medio de levantamiento de fondos para proyectos poco rentables o donde el acceso a sistemas de crédito convencionales no ha sido posible por la existencia de riesgos no deseados. Por el contrario, mediante este mecanismo los riesgos y retornos pueden distribuirse en forma más eficiente que en

una estructura de financiamiento más tradicional, de tal forma que los retornos esperados tengan su correspondiente ajuste por riesgo incurrido.

El financiamiento de proyectos puede ser utilizado para financiar obras de infraestructura sanitaria, cuando una parte de los servicios prestados o una parte de los activos de la empresa son capaces de aislarse como una unidad económica independiente. En el caso de infraestructura sanitaria, podría servir para financiar proyectos específicos tales como:

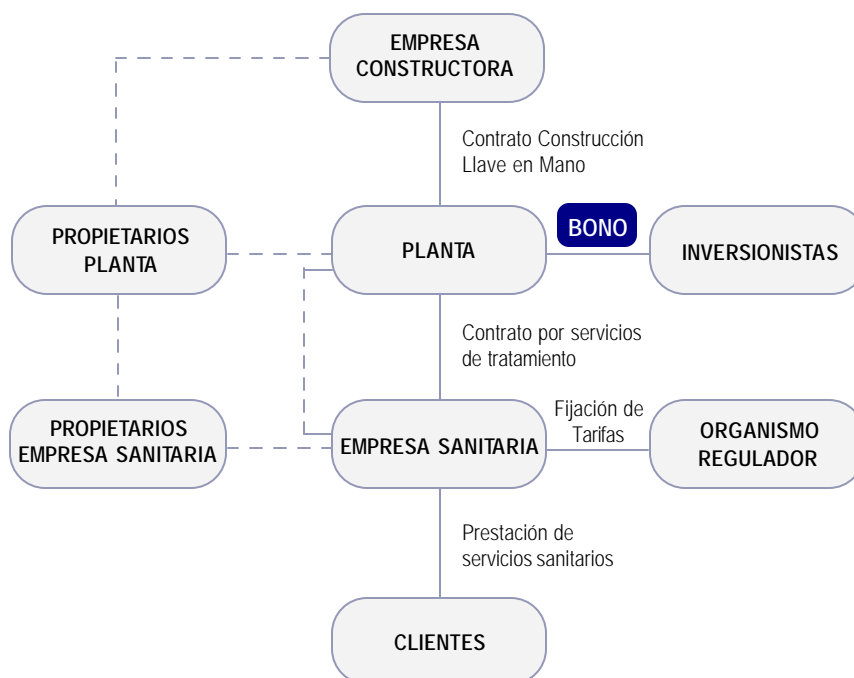
- plantas de agua potable;
- aumento en la cobertura de las redes de distribución de agua potable;
- aumento en la cobertura de las redes de servicios de alcantarillado;
- tratamiento de aguas servidas;
- otros servicios no regulados (por ejemplo, disposición de riles o disposición de aguas lluvia).

El poder predecir los ingresos futuros es un elemento central a la hora de evaluar la factibilidad de usar el financiamiento de proyectos como mecanismo de levantamiento de fondos. Desde esta perspectiva, la existencia de contratos de compra de largo plazo para los productos o servicios que van a ser producidos por el proyecto, tiende a mejorar el perfil de riesgo. Especialmente atractivos para su aplicación, son los proyectos cuya demanda está asegurada mediante contratos con empresas de buena calidad crediticia, como es el caso de algunos proyectos de inversión de empresas sanitarias.

## 2. UN EJEMPLO

Una de las motivaciones para impulsar el proceso de privatización de las empresas sanitarias, ha sido la exigencia de cuantiosas inversiones en obras de infraestructura, que difícilmente podrían ser realizadas con el presupuesto fiscal. El tratamiento de aguas servidas es uno de los servicios donde el nivel de cobertura tiene que experimentar un desarrollo significativo en el corto plazo. La incorporación de este servicio ha estado contemplada en los procesos de privatización ya concluidos, como ocurrió con ESVAL y EMOS, por ejemplo.

Gráfico1



Un proyecto de planta de tratamiento de aguas servidas puede ser usado para ilustrar los elementos básicos de un bono de financiamiento de proyectos y los criterios que se toman en cuenta para que logre obtener grado inversión.

Una inversión de este tipo se concreta en activos claramente identificables (por ejemplo, red de colección, planta de tratamiento y red de entrega), con flujos de ingresos determinados por los pagos que por este servicio efectúan los clientes de la empresa en su área de concesión.

Supongamos que PLANTA, una empresa independiente a la empresa sanitaria que necesita el servicio<sup>4</sup>, está interesada en construir y operar una planta de tratamiento de residuos residenciales, a cambio de un pago mensual por un determinado periodo. PLANTA deberá construir y será la propietaria de la planta y de sus redes conexas. El pago de la empresa sanitaria a PLANTA estará asociado al cobro que la empresa sanitaria puede cargar al cliente final, descontados los costos de facturación y otros gastos generales.

El cobro por tratamiento de aguas servidas está incluido en el sistema de tarifas chileno y está relacionado con el consumo de agua potable. Como, en general, las empresas sanitarias tienen buenas estadísticas históricas de consumo, si suponemos que los procesos de fijación de tarifas se efectúan de acuerdo a una metodología objetiva de cálculo, podríamos concluir que los ingresos de PLANTA son predecibles en un grado aceptable.

Las proyecciones de flujo de caja realizadas por PLANTA deberían arrojar que el proyecto tiene rentabilidad aceptable para sus intereses. Sin embargo, los accionistas de PLANTA tienen recursos limitados y no desean sobre-exponerse a un riesgo demasiado grande. Por lo tanto, estructuran un bono de financiamiento de proyectos que será colocado durante la etapa de construcción de la planta de tratamiento. Uno de los accionistas de PLANTA es una empresa constructora con experiencia en la construcción de plantas de tratamiento de residuos y en obras de infraestructura de gran envergadura. Por

4 No se excluye la posibilidad de que la empresa sanitaria pueda tener participación en PLANTA o pueda tener accionistas comunes.



ello, están dispuestos a firmar con PLANTA un contrato a suma alzada de precio fijo, conforme a las especificaciones (la constructora asume el riesgo de construcción).

Para garantizar que los ingresos lleguen efectivamente a PLANTA y éstos sirvan a su vez para el pago de los bonos, firma un contrato de largo plazo (puede ser a 20 años) con la empresa sanitaria, en que se estipulan claramente las condiciones del servicio.

El gráfico 1 muestra el caso planteado.

### 3. DISTRIBUCION DE RIESGOS EN EL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

Los riesgos económicos, financieros, tecnológicos, ambientales, contractuales y operativos de un proyecto pueden ser significativos y podría ser poco prudente que los asuma un único interesado. El financiamiento de proyectos permite compartir estos riesgos entre varias partes involucradas (accionistas, empresas constructoras, operadoras, tenedores de bonos). En general, cada uno de ellos tiene especialización en cierto tipo de operaciones, en las que cuentan con ventajas comparativas. Por ello, además del interesado directo en el servicio o producto elaborado por el proyecto, es frecuente encontrar como patrocinadores a empresas constructoras, instituciones financieras, fondos de inversión, entidades estatales, empresas dueñas de tecnología avanzada, operadores de servicios de envergadura, entre otros. Cada patrocinador del proyecto recibirá los retornos correspondientes al capital invertido, a los riesgos del proyecto que ha asumido y al costo de garantías externas otorgadas.

Desde el punto de vista de los patrocinadores, cada mitigación de riesgo implica un costo que hay que comparar con la mejora en tasa que producirá a la hora de colocar el bono en el mercado. En Chile, por condiciones legales y de mercado, difícilmente un bono de no grado inversión (o grado especulativo) podrá ser colocado entre los inversionistas institucionales. Por ello, un bono deberá contar con los resguardos y garantías necesarios para lograr este grado inversión.

Si bien el retorno de los proyectos está relacionado con su riesgo implícito, para que las clasificadoras de riesgo otorguen

grado inversión a un bono de financiamiento de proyectos, la estructura financiera-legal de la emisión deberá aislar significativamente la mayor parte de los riesgos de la etapa de construcción y tener riesgos operativos limitados.

La clasificación de riesgo de bonos de financiamiento de proyectos es una opinión sobre la probabilidad de que el bono sea pagado en estricta conformidad a lo prometido en el contrato de emisión. Así, la clasificación de riesgo incorpora como elemento central la total oportunidad en el pago, no dándole mayor valor a garantías que no sean de ejecución inmediata.

Así, si un bono se atrasa en un determinado momento en una cuota, automáticamente se considera en «default» y su clasificación pasa a categoría D. Esto no

---

*Los riesgos de sobrecostos y sobreplazos son riesgos adicionales que debe soportar un bono emitido en la etapa pre-operativa*

---

significa necesariamente que los acreedores perderán algo, sino sólo que no se está cumpliendo cabalmente lo prometido, incluyendo la oportunidad en el pago.

Bien puede que el bono en incumplimiento esté protegido con prendas y otras garantías similares que, al ejecutarse, hagan que los acreedores recuperen todo lo comprometido y no experimente pérdidas.

La emisión de bonos u otros títulos de deuda de un proyecto puede realizarse tanto en la etapa pre-operativa, como cuando el proyecto ya está en operaciones. En ambos casos, la capacidad de pago de las deudas proviene de las fortalezas propias del proyecto. Esto significa que sus ingresos proyectados son la fuente básica para sostener la estructura de financiamiento, sin perjuicio de mejoras crediticias provenientes de otras fuentes.

En todo financiamiento de proyectos, el factor crítico que debe analizarse es su racionalidad económica. Esto es, cuán fuerte es la demanda por sus productos y los flujos de ingresos que de ella se derivan, en relación con la inversión a realizar y con los flujos esperados a lo largo de la vida de la operación. Salvo la existencia de subsidios u otros mejoramientos crediticios, un proyecto que no tenga esa

racionalidad económica, muy difícilmente podrá estructurar un financiamiento que le permita alcanzar grado inversión.

En la etapa operativa, lo usual es que los ingresos se deriven sustancialmente de la venta de la producción. Por ello, el criterio de clasificación enfatiza la correspondiente demanda y proyecciones de precios como el factor más importante del éxito de un proyecto y, por lo tanto, de la capacidad de pago de sus obligaciones.

Cuando la emisión se hace en la etapa pre-operativa, la evaluación es más compleja y cubre las etapas de diseño, construcción y operación. Para alcanzar grado inversión en un financiamiento de proyecto, se requiere de flujos de ingresos netos sólidos y estables a lo largo de toda la vida de la deuda. Además de satisfacer todas

las exigencias para la etapa operativa, se requiere que los riesgos de sobrecostos y demoras estén plenamente cubiertos o muy acotados.

Otros elementos claves incluyen las necesidades de fondos, calidad de los administradores y propietarios y las garantías y resguardos establecidos tanto en el contrato de emisión de bonos, como en el correspondiente marco regulatorio y legal.

### 4. CLASIFICACION DE RIESGO DE UN BONO EMITIDO EN LA ETAPA PRE-OPERATIVA

Cuando un bono se emite en la etapa pre-operativa, además de los riesgos propios de aquellos emitidos en la etapa operativa (los que se detallan más adelante), debe ser capaz de soportar riesgos adicionales. En general, todos éstos se pueden catalogar en dos grandes categorías: riesgos de sobrecostos y riesgos de sobreplazos.

Para que un bono pre-operativo alcance una clasificación de riesgo de grado inversión, debe tener una estructura legal y financiera que le permita cubrir cabalmente todos esos riesgos relevantes de

sobrecostos y sobreplazos. No hacerlo significa usualmente una probabilidad demasiado alta de que en algún momento se produzca un incumplimiento en el servicio de la deuda.

Para minimizar esos riesgos, además del uso de seguros y garantías de terceros, la actual tendencia internacional es usar contratos a suma alzada o «llave en mano». Dado que el emisor aún no tiene un negocio en marcha, es clave dejar fuera del proyecto todos los riesgos, salvo aquellos poco relevantes y de muy baja probabilidad de ocurrencia. Esto es, todos y cada uno de los riesgos de sobrecostos o atrasos de alguna importancia deben traspasarse a terceros y en ningún caso deben ser asumidos por el proyecto.

El riesgo de construcción, en este contexto, simplemente mide la probabilidad de que el contratista principal no complete el proyecto dentro del presupuesto y conforme a las especificaciones de diseño contractuales. Desde la perspectiva de la clasificación de riesgo, es central que el proyecto inicie su operación a tiempo, conforme a las especificaciones de calidad y productividad pertinentes, de modo que la producción y los ingresos alcancen los proyectados. Fracasos tales como atrasos o sobrecostos pueden derivar en ingresos significativamente por debajo de las proyecciones, llevando en última instancia a incumplir el pago de los bonos emitidos para financiar el proyecto.

Es, por cierto, posible estructurar los financiamientos de proyectos de modo de alcanzar un grado inversión, si bien ello requiere de ciertos resguardos y garantías especiales. Algunas de las formas que toman estos resguardos y garantías son: estructura de incentivos a la finalización de las obras para las empresas constructoras (indemnizaciones por daños y perjuicios, premios por finalización anticipada); entrega de garantías de finalización («completion guarantees»); formación de cuentas de reserva (reservas para contingencias, reservas para sobrecostos); entrega de apoyo de liquidez (cartas de crédito bancarias, líneas de crédito).

Por la naturaleza tan variada de los proyectos, es muy difícil establecer una lista exhaustiva de todos los riesgos que pueden afectar a una determinada emisión. Con

todo, se pueden señalar diversos riesgos que usualmente están presentes en la etapa pre-operativa, las formas en que son incorporados en una clasificación de riesgo y cómo sus consecuencias se pueden eliminar o aminorar mediante mecanismos apropiados.

#### a. Solvencia e idoneidad del patrocinador

Si bien los proyectos son analizados como entes autosostenidos, quién sea el patrocinador no es irrelevante. En efecto, la seriedad, capacidad de gestión y solvencia del patrocinador son elementos básicos para asegurar el pago de las obligaciones.

Así, cuando el patrocinador presenta debilidades, deben establecerse condiciones contractuales que compensen ese riesgo o lo aislen del proyecto. Algunos mecanismos, no mutuamente excluyentes, son:

- el compromiso de contratación de terceros idóneos para la construcción de la infraestructura. Por ejemplo, PLANTA deberá contratar a expertos en ingeniería y construcción de grandes obras de infraestructura, idealmente en plantas de tratamiento de características similares a las del proyecto;
- el otorgamiento de garantías, seguros o avales por parte de terceros más sólidos que respalden obligaciones contractuales de los patrocinadores o entidades del grupo y que afectan al proyecto. Por ejemplo, si la empresa constructora por sí sola no es capaz de garantizar la terminación de las obras de PLANTA, ésta puede gestionar con un banco una «completion guarantee» por un monto equivalente a la obra que ejecuta o al monto estimado de sobrecostos; a su vez, los bancos pueden pedir garantías reales de la empresa o de sus accionistas;
- la utilización de un «trustee» y de figuras similares en todas las etapas de administración de los fondos, de modo de evitar que una eventual quiebra del patrocinador afecte al proyecto. Por ejemplo, el dinero producto de la colocación del bono de PLANTA debe pasar directamente a una cuenta por manejada por un administrador extraordinario, conforme a lo señalado en la ley chilena, y los desembolsos se van realizando en función de los avances de las obras.

#### b. Riesgos específicos del proyecto

Estos pueden ser de los más diversos tipos y afectar de múltiples maneras a los riesgos de sobrecostos o atrasos de un proyecto. Dos aspectos que usualmente se ven con detención son la tecnología y las dificultades técnico-ingenieriles.

Se favorece la aplicación de tecnologías conocidas, maduras, ampliamente aceptadas y que reduzcan lo más posible la posibilidad de encontrar sorpresas. Esto no significa no aceptar tecnologías de punta, pero sí comprobar su grado de madurez y la posibilidad de ser utilizadas por otros contratistas en caso de problemas.

Con el objeto de apreciar a cabalmente la probabilidad de que un determinado evento desfavorable se presente, como también sus posibles consecuencias, la clasificación considera como esenciales los informes de ingenieros independientes respecto del diseño del proyecto, su presupuesto y sus riesgos.

En nuestro ejemplo, los constructores de PLANTA deberán usar tecnologías de tratamiento de residuos que sean ampliamente difundidas, cuya eficiencia haya sido comprobada en condiciones similares al lugar, clima y características de los residuos del lugar del servicio de PLANTA. Las tecnologías más avanzadas o de punta, aunque teóricamente presenten mejor eficiencia, frecuentemente pueden tener problemas de aplicación.

Los bonos deben quedar aislados de los riesgos tecnológicos. Estos pueden ser mitigados mediante uno o más de los siguientes mecanismos: contratos llave en mano con contratistas experimentados y solventes; pólizas de seguros; garantías bancarias; y garantías de los patrocinadores.

#### c. Contratos llave en mano

Los contratos llave en mano con contratistas calificados, son una de las principales formas de reducir el riesgo del proyecto para los acreedores. Un buen contrato llave en mano debería trasladar buena parte de los riesgos de construcción hacia el contratista y terceros, alejándolos del proyecto.

Para lograr el grado inversión del bono de PLANTA, por ejemplo, el contrato de

construcción debe contar con los siguientes elementos:

- garantías, multas, indemnizaciones y compensaciones, incluyendo lucro cesante;
- formas específicas en que se garantiza el cumplimiento de los plazos y el presupuesto;
- cómo los contratistas y proveedores, y no el proyecto, asumen los riesgos pre-operativo. Deben establecerse con claridad posibles exclusiones, como fuerza mayor, y límites a las responsabilidades;
- formas precisas en que se garantiza la oportunidad de los pagos respecto de los flujos de bonos, incluso en casos de atrasos y sobrecostos;
- relación de propiedad contratista-concesionario, incluyendo las formas en que se concilian los eventuales conflictos de intereses.

No todos los riesgos pueden ser eliminados por los contratos llave en mano. Algún riesgo residual siempre prevalece, incluyendo los de fuerza mayor y el institucional, que por definición no pueden ser garantizados por el contratista. Para alcanzar grado inversión, los riesgos remanentes deben ser cubiertos por otras fuentes o ser muy improbables. Los riesgos residuales aceptables varían según el proyecto, pero deben ser irrelevantes desde la perspectiva de riesgo crediticio.

#### d. Experiencia de los contratistas

Dado un determinado nivel de riesgo del proyecto, un elemento relevante para aminorarlo o incrementarlo, es el nivel de experiencia de los contratistas y subcontratistas. Sólo si éstos son idóneos, puede pensarse que la obra será construida conforme a las especificaciones de costos, plazos y calidades. Esa idoneidad no puede ser sustituida nunca a plenitud por eventuales garantías o seguros de terceros, toda vez que éstos operan a partir del momento en que se inician los problemas serios, que pueden causar un incumplimiento en los pagos.

Los elementos que PLANTA deberá considerar a la hora de elegir al contratista de la obra son: experiencia general en proyectos relevantes; experiencia específica en proyectos similares, en cuanto a tipo de obra, tecnología, complejidad y tamaño; historia de cumplimiento de los

plazos y calidades pactados; línea de negocios actuales y esperadas, para determinar la importancia que le estén asignando al proyecto en relación con su estrategia global de negocios.

#### e. Solvencia de los contratistas

Los contratos llave en mano pueden implicar una responsabilidad para el contratista que va mucho más allá de la mera construcción. En efecto, es usual que el contratista se comprometa a pagos de multas por atrasos y otros incumplimientos, que pueden ser elevadas. Más aún, las indemnizaciones requeridas para que eventuales problemas no lleven a incumplimientos en los pagos a los bonos, son cuantiosas.

Además de la fortaleza de los contratos llave en mano, la protección para los acreedores del proyecto se deriva de la solvencia de los contratistas. Sólo si ésta es suficiente, los contratos pueden ser considerados como un mecanismo para reducir los riesgos.

#### f. Calendarios y presupuestos

Como se ha señalado, los principales riesgos de la etapa pre-operativa provienen de sobrecostos y atrasos. Por ello, es básico que tanto los calendarios de construcción, como los correspondientes presupuestos, sean contables y suficientemente conservadores. Para ello, los clasificadores de riesgo frecuentemente requieren que exista un pronunciamiento favorable de un ingeniero independiente especialista en el tipo de obras a evaluar.

En general, el periodo de construcción deberá cumplir con: calendarios y presupuestos razonables; holguras de plazos y presupuestos, de modo que los imprevistos no hagan peligrar el éxito del proyecto y la estructura de financiamiento; provisiones para contingencias, de forma que dichos imprevistos puedan ser paliados adecuadamente; capacidad para soportar escenarios catastróficos (como, por ejemplo, huelgas prolongadas, las restricciones al abastecimiento de materiales, protestas públicas, escasez de personal calificado, entre otros).

Para alcanzar grado inversión, los presupuestos deben incluir provisiones para cubrir eventos inesperados en la construcción, no sólo rubros no costeados, sino las posibles consecuencias de estos eventos.

#### g. Aspectos institucionales

Los factores técnico-ingenieriles y de gestión son altamente decisivos para que la etapa pre-operativa culmine con éxito. No obstante, hay diversos factores de carácter institucional-político que pueden afectar negativamente a un proyecto.

En nuestro ejemplo de planta de tratamiento se debería analizar:

- Factores políticos. locales, regionales y nacionales. En la medida en que la obra sea aceptada por la mayoría de la comunidad y no hayan grupos opositores con suficiente poder, menor será la probabilidad de eventuales problemas que atrasen o incluso detengan el proyecto. Las plantas de tratamiento pueden tener oposición local cuanto más cerca estén de centros poblados, terrenos agrarios y provoquen mayores externalidades negativas.
- Impacto ambiental del proyecto y eventuales sobrecostos o atrasos que de él se deriven. Este es un factor que está adquiriendo cada vez mayor importancia en Chile. En la actual normativa, es usual que se requieran estudios de impacto ambiental y los proyectos deberían considerar en sus costos las correspondientes exigencias. La oposición de grupos ambientalistas puede generar cambios al proyecto original no contemplados en los presupuestos o presión en entidades de gobierno que dificulten el normal trabajo durante la etapa de construcción. Muchas veces es difícil demostrar el impacto positivo de este servicio. La publicidad que se haga a los mecanismos de control ambiental interno, así como la difusión del cumplimiento de las normas de emisiones líquidas, puede ser un elemento sumamente útil.
- Dificultad en la obtención de permisos de las distintas instancias regulatorias. Idealmente, los calendarios de obras deberían contemplar su inicio una vez se cuente con todos los permisos de construcción ya aprobados, en especial los estudios de impacto ambiental.
- Regulación, su grado de complejidad y dificultad para cumplirla cabalmente. Existe la probabilidad de que problemas regulatorios lleven a sobrecostos, atrasos o interrupción de obras.
- Procedimientos de aprobación técnica de diseños y avances de obras. Se trata fundamentalmente de que los procedi-

mientos en cuestión no sean excesivamente burocráticos como para entorpecer el avance de las obras, pero que sean confiables para garantizar su calidad.

## h. Seguros

La existencia de seguros en un proyecto es un elemento requerido por los inversionistas, quienes no quieren perder su inversión ante escenarios de catástrofes naturales o problemas de responsabilidad civil. Es así como es frecuente contar con seguros de daños a la construcción por el total de la obra y de responsabilidad civil con una cobertura en función de los riesgos del proyecto.

Desde el punto de vista de clasificación de riesgo, la oportunidad en los pagos de los cupones es un elemento esencial. Por

te el riesgo del proyecto de eventuales fallas de terceros, incluidos patrocinadores, constructores y otros contratistas. Como parte de este concepto, se trata de que no hayan posibilidades mayores de que flujos de ingreso no lleguen, en definitiva, a los tenedores de bonos debido a deficiencias de terceros.

En los proyectos que buscan financiamiento a través de la emisión de bonos, los inversionistas no tienen la real capacidad de supervisar los avances de las obras. Por ello, el ente fiduciario cobra real importancia.

En nuestro ejemplo, PLANTA ha estructurado un bono que incorpora los siguientes elementos:

- Un mecanismo de retención y administración de todos los fondos financiados

---

*Para alcanzar una clasificación grado inversión, la emisión debe contemplar providencias que aseguren razonablemente que existirán fondos para cubrir, bajo distintos escenarios, diversos costos.*

---

lo tanto, la existencia de seguros de lucro cesante que compensen las posibles pérdidas de ingresos por motivos catastróficos, durante los periodos no operativos del proyecto, es muy relevante.

## i. Trustee

Internacionalmente, la figura de un «trustee» (especialmente durante la etapa de construcción) es necesaria para garantizar a los acreedores que los fondos aportados se vayan asignando adecuadamente al proyecto, conforme a los calendarios y criterios de cumplimiento acordados por las partes. Un trustee calificado, con experiencia en proyectos y con suficientes atribuciones, da garantías a todas las partes, incluyendo ciertamente a los tenedores de bonos.

En Chile, el Artículo 112 de la Ley de Valores N°18.045, establece la necesidad de un Administrador Extraordinario de los recursos captados en la colocación de los bonos y de un encargado de la custodia de los mismos, los que hacen las veces de agente fiduciario.

La idea central de la utilización de entes fiduciarios es mantener aislado totalmen-

con deuda en una cuenta separada, manejado por un administrador extraordinario escogido entre los bancos de mejor clasificación en Chile y con experiencia en este tipo de labores, conforme a lo estipulado en la Ley de Valores.

- La existencia de un ingeniero independiente que certifique los trabajos realizados en la obra y se pronuncie periódicamente sobre el estado de avance de los plazos y presupuestos.
- Un sistema de control de todos los desembolsos desde esa cuenta, cuyos pagos serán efectuados sólo contra la certificación del ingeniero independiente.
- Poder para suspender o cancelar los desembolsos cuando el administrador extraordinario, en consulta con el ingeniero independiente, concluye que el progreso de la construcción está bajo riesgos sustanciales debido a eventos externos.
- La creación de un comité de carácter ejecutivo que tenga las facultades de aprobar cambios en los contratos. La conformación de este comité deberá ser tal que proteja los intereses de los tenedores de bonos.

## 5. CLASIFICACION DE RIESGO DE UN BONO EMITIDO EN LA ETAPA OPERATIVA

Cuando se ha terminado la construcción de la obra y se entra a la etapa de operación, tanto el éxito del proyecto como sus posibilidades de amortizar sus deudas dependerá, como es natural, de la relación entre sus flujos de ingresos y gastos.

Considerando que los principales desembolsos de un proyecto de infraestructura sanitaria se han realizado en la etapa de construcción, en la gran mayoría de los proyectos el factor clave son los ingresos y cuán predecible sean éstos.

Lo predecible que sean los ingresos depende del tipo de producto del proyecto y su correspondiente demanda. Mientras más fuerte y estable sea ésta, más predecibles serán los ingresos y mayor la fortaleza del proyecto.

En forma análoga, debe verificarse cuán predecibles son los costos operacionales, su composición y disponibilidad futura de los distintos recursos necesarios para mantener la operación.

Para alcanzar una clasificación grado inversión, la emisión debe contemplar providencias que aseguren razonablemente que existirán fondos para cubrir, bajo distintos escenarios, diversos costos. Asimismo, debe haber una razonable seguridad de que ningún recurso o insumo crítico podría escasear e impedir la normal operación del proyecto.

### a. Demanda

La demanda es el factor más decisivo en la determinación de la racionalidad económica de un proyecto y, casi siempre, de la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras. El valor presente de los ingresos del proyecto en comparación con los costos de inversión y gastos operativos y financieros determinarán la rentabilidad final del proyecto para sus patrocinadores.

El análisis de demanda es muy variado y depende del tipo de producto o servicio que genere el proyecto. En general, el análisis es más complejo y usualmente está sujeto a mayores imprecisiones cuando se trata de productos o servicios nuevos, que inician una operación, toda vez que no existen estadísticas que permitan una validación histórica de las proyecciones.

Distinto es el caso de proyectos cuya demanda (Q) no está condicionada a la decisión de consumo de los agentes, sino más bien a sus hábitos culturales, factores regulatorios de la industria o aumentos en la cobertura de servicio. Este sería el caso de la mayor parte de los proyectos que se podrían incorporar dentro de la industria sanitaria (a excepción quizás de servicios sanitarios especiales, como en el caso de tratamiento de riles).

La demanda del servicio frecuentemente está asociada a un área de cobertura específica y donde hay detallados estudios y amplios antecedentes históricos. La existencia de estudios realizados por expertos independientes es muy favorable para que el bono pueda lograr el grado inversión.

Las desviaciones de los ingresos respecto a lo proyectado pueden surgir de dos fuentes. La primera, la forma en que los procesos tarifarios incorporarán el nuevo servicio prestado por el proyecto, en los cobros que efectúan las empresas sanitarias a sus clientes. La segunda, la estructura de pagos y compensaciones por los servicios realizados, existente entre el proyecto y la empresa sanitaria.

Respecto al primer punto, la metodología de fijación de tarifas para las empresas sanitarias está establecida en la Ley General de Servicios Sanitarios DFL MOP 382 de 1988, en el DFL 70 de 1988 De las Tarifas, Cobros y Aportes Financieros Reembolsables y su Reglamento de diciembre de 1989. No obstante, en los últimos años se han observado discrepancias sig-

nificativas en los procesos de fijación de tarifas, entre los organismos reguladores y las empresas de servicios públicos de propiedad privada (telefonía, electricidad, servicios sanitarios).

El riesgo para un tenedor de bonos, y evidentemente para la rentabilidad del proyecto, recae en la posibilidad de que la comisión de peritos que dirime este tipo de disputas falle en forma económicamente perjudicial para las empresas sanitarias. Por ello, la forma en que el proyecto y la empresa estructuran los mecanismos de pago por el servicio realizado tiene que cubrir dichos escenarios.

En el caso de PLANTA, la empresa sanitaria podría firmar un contrato de largo plazo de tarifa fija por metro cúbico tratado (con alguna forma de indexación simple y justa para ambas partes). Los efectos de un proceso de fijación de tarifas desfavorable para la empresa sanitaria los tendría que asumir ésta y no el proyecto en forma directa. No obstante, el eventual deterioro de la empresa sanitaria sería incorporado en el análisis de PLANTA.

#### b. Gestión y gastos de operación y conservación

Los gastos de operación y conservación deben estar suficientemente cubiertos durante toda la vida de la operación del proyecto. Por ello, es de vital importancia que el contrato de emisión de bonos establezca un esquema adecuado tendiente a asegurar el financiamiento de esos gastos.

La clasificación de riesgo del bono involucra un análisis de la capacidad de gestión y financiera del proyecto y sus patrocinadores para desarrollar adecuadamente la operación, incluida la operación diaria, las mantenciones periódicas, las mantenciones mayores y todas las disposiciones regulatorias. La insuficiencia en el cumplimiento de cualquiera de estos rubros puede significar un deterioro importante en el producto e incluso llevar al incumplimiento de contratos con el o los clientes, con las correspondientes consecuencias en el servicio de los bonos.

Para alcanzar grado inversión, un proyecto debe demostrar esa capacidad. Entre los aspectos que se evalúan en la clasificación, suelen ser relevantes:

- Experiencia del operador o patrocinadores en gestión de negocios de magnitudes equivalentes, de preferencia en la operación de proyectos similares.
- Mecanismos de «outsourcing» en la operación cotidiana del proyecto, especialmente cuando los patrocinadores no tienen experiencia suficiente.
- Proyecciones conservadoras, que soporten ciertas sensibilizaciones, de gastos para la operación y las mantenciones. Es, en este sentido, importante la validación de estas opiniones por parte de ingenieros independientes calificados. Sobre la base de estos dictámenes, se puede establecer la suficiencia de las reservas especiales y su capacidad para enfrentar escenarios adversos. **FR**

# ACCIONES DE CLASIFICACION

## EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.

Analista: Jaime Leonart, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AA</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

**NUEVA  
CLASIFICACION**

de liquidez desde la toma de control del 60% de la propiedad por parte de Enersis S.A. Sus emisiones de bonos locales vigentes presentan resguardos suficientes y no contemplan garantías.

### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Bonos	-	AA	AA
Acciones	-	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1

### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los instrumentos emitidos por la Empresa Nacional de Electricidad S.A. responde a su favorable posición competitiva, su probada capacidad de gestión como generador eléctrico y el formar parte del grupo Endesa España. Incorpora, asimismo, la fuerte competencia que enfrenta en los mercados que abastece, los requerimientos financieros de su proceso de expansión y sus inversiones en otros países de la región distintos de Chile.

La actividad de Endesa se concentra en la generación eléctrica, participando en el mercado chileno, argentino, peruano, brasileño y colombiano. Adicionalmente, está presente en negocios relacionados como la transmisión eléctrica, operación de gasoductos, asesoría en ingeniería y construcciones de infraestructura.

La industria eléctrica chilena y, en términos generales las de los otros países en los que participa la compañía, se desenvuelven en un escenario competitivo para la componente de generación. Por ello, las compañías generadoras compiten activamente para ofrecer las mejores condiciones y precios a sus clientes, ya sea por medio de contratos de largo plazo como por ventas en los mercados "spot" de electricidad.

En este sentido, Endesa se encuentra bien preparada, dado su conocimiento del sector y su favorable mix de activos, que la llevan a estar presente en las distintas áreas de la generación eléctrica.

Sus acciones se encuentran entre las que presentan mayor liquidez en las bolsas nacionales y, adicionalmente, mantienen presencia en la NYSE aunque han perdido parte de su potencial

### PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación de Endesa son estables, pese a las bajas en sus resultados, influenciados principalmente por la situación coyuntural de sequía que enfrentó el Sistema Interconectado Central (SIC), mayores gastos financieros y pérdidas por corrección monetaria. Los efectos de esta situación, si bien son importantes en el corto plazo, no deberían ser significativos en la solvencia de la compañía.

En el largo plazo su clasificación dependerá del cumplimiento de las proyecciones respecto de los resultados de las inversiones actualmente en desarrollo y a la mantención de su programa de refinanciamiento. En términos de futuras inversiones en nuevas compañías, éstas deberían ser financiadas con una estructura que no produzca incrementos en su exposición financiera. **FR**

### Indicadores financieros consolidados

(millones de pesos de septiembre de 1999)

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos por Ventas	544.760	679.889	826.059	645.007
Resultado Operacional	217.535	220.517	296.340	123.312
Depreciación	158.937	117.986	158.547	130.277
Flujo Operacional	376.472	338.503	454.887	253.589
Gastos financieros	(76.543)	(118.419)	(166.195)	(156.645)
Resultado no Operacional	(18.072)	(71.120)	(175.623)	(202.499)
Utilidad	158.937	124.476	45.981	(126.814)
Activos Totales	2.951.468	4.549.177	5.343.307	5.861.678
Patrimonio	1.309.829	1.306.850	1.316.371	1.174.950
Margen Operacional (%)	39,93%	32,43%	35,87%	19,12%
Rentabilidad Operac./Activos (%)	7,37%	4,85%	5,55%	2,80%
Flujo Operac. / Activos (%)	12,76%	7,44%	8,51%	5,77%
Rentabilidad Patrimonial (%)	12,13%	9,52%	3,49%	-14,39%
Endeudamiento (vc)	1,06	1,72	2,10	2,89
End. con Int. Minoritario (vc)	0,89	0,98	1,07	1,38
Flujo Opera. / Gastos Financieros	4,92	2,86	2,74	1,62
Liquidez Corriente (vc)	1,11	1,48	1,06	0,70

## EMPRESA DE SERVICIOS SANITARIOS DEL LIBERTADOR S.A.

Analista: Jaime Leonart, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>A+</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>En desarrollo</b>

**NUEVA  
CLASIFICACION**

### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a Empresa de Servicios Sanitarios del Libertador S.A. (Essel) responde al bajo riesgo operacional de su actividad como prestador de servicios sanitarios. Considera, asimismo, las incertidumbres respecto a las políticas que seguirá su nuevo socio controlador y su financiamiento en el mediano y largo plazo.

### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Octubre 1999
Acciones	-	-	1ª Clase Nivel 4

Essel tiene como actividad principal la operación de servicios sanitarios - agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas - en 36 localidades de la VI Región de Chile. Para ello mantiene concesiones indefinidas cuyas tarifas son determinadas por la SISS de acuerdo con los procedimientos generales que regulan el sector sanitario, los cuales buscan aumentar la eficiencia y optimizar los planes de desarrollo de las empresas participantes.

La industria sanitaria en Chile se encuentra viviendo un proceso de fuertes transformaciones en su estructura de propiedad, tras la decisión de incorporar socios privados que lleven adelante los cuantiosos planes de desarrollo necesarios en el sector. Durante 1999 ya se han incorporado socios privados a tres empresas del sector: Emos (RM), Esval (V Región) y Essal (X Región), que en su conjunto representan cerca del 55% de los clientes atendidos en el país.

A junio de 1999, Essel S.A. presenta una favorable situación financiera caracterizada por márgenes operacionales estables, un endeudamiento acotado y coberturas de gastos financieros cercanas a 10 veces.

Las acciones de la compañía deberían comenzar a transarse en el corto plazo, producto de la colocación de un 20% de la propiedad entre los trabajadores e inversionistas institucionales y particulares.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación de Essel S.A. se encuentran en desarrollo, como consecuencia de la incertidumbre existente sobre la estrategia a seguir por el socio controlador de la compañía. Esta incertidumbre se encuentra mitigada por la experiencia

y respaldo patrimonial de los adjudicatarios, Thames Water (clasificada «A+» por Standard & Poor's) y Electricidade de Portugal, y por el financiamiento ya comprometido como parte del proceso de licitación.

Pese a ello, la clasificación podría sufrir modificaciones en la medida que el socio controlador explicita sus planes de financiamiento para el importante plan de desarrollo que deberá implementar la compañías en el periodo 2000 - 2010. **FR**

## Indicadores financieros individuales

(millones de pesos de junio de 1999)

	1996	1997	1998	Jun. 99
Ingresos por Ventas	8.101	8.683	9.406	4.975
Resultado Operacional	2.087	2.359	2.346	1.417
Depreciación	1.736	1.756	2.112	1.076
Flujo Operacional	3.823	4.115	4.458	2.493
Gastos financieros	(411)	(394)	(452)	(248)
Resultado no Operacional	(269)	127	49	28
Utilidad	1.615	2.191	2.042	1.239
Activos Totales	40.977	42.265	48.319	49.532
Patrimonio	33.571	35.026	36.264	35.485
Margen Operacional (%)	25,76%	27,17%	24,94%	28,48%
Rentabilidad Operac./Activos (%)	5,09%	5,58%	4,86%	5,72%
Flujo Operac. / Activos (%)	9,33%	9,74%	9,23%	10,06%
Rentabilidad Patrimonial (%)	5,24%	6,39%	5,73%	6,91%
Endeudamiento (vc)	0,22	0,21	0,33	0,40
Flujo Opera. / Gastos Financieros	9,30	10,44	9,86	10,05
Liquidez Corriente (vc)	1,87	1,16	1,07	0,73
<b>Resumen Operacional</b>				
Nº de Clientes	119.920	127.371	132.985	-
Consumo Promedio Mensual (m3)	21,8	19,8	20,3	-

## CLINICA LAS CONDES S.A.

Analista: Jonathan Strauss, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>BBB-</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Positivas</b>

## REVISION DE CLASIFICACION

## Indicadores financieros

(millones de pesos de septiembre de 1999)

### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Bonos	BB	BB+	BBB-
Acciones	-	-	1ª Clase Nivel 4

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos operacionales	22.387	23.714	26.137	19.423
Resultado operacional	2.348	2.917	3.218	2.325
Utilidad	1.128	3.497	1.770	1.624
Activos totales	31.326	32.135	33.733	36.749
Patrimonio	12.459	16.577	20.130	25.727
Endeudamiento (vc)	1,51	0,94	0,68	0,43
Margen operacional (%)	10,5%	12,3%	12,3%	12,0%
Resultado Oper./Activos (%)	7,5%	9,1%	9,5%	8,4%
Rentabilidad patrimonial (%)	9,1%	24,1%	9,6%	9,4%
Cobertura de intereses	2,12	2,93	3,34	5,56
<b>Resumen Operacional</b>				
Ocupación Hospitalaria (dias-cama)	36.720	39.010	41.771	30.575
Egresos de Pacientes	12.290	12.337	12.297	9.067
Intervenciones Quirúrgicas	8.819	8.801	8.798	6.176
Atenciones de Urgencia	41.953	44.473	42.185	28.350
Consultas Ambulatorias	217.206	225.767	220.554	160.610

## FUNDAMENTACION

La clasificación a «BBB-» asignada a los bonos de Clínica Las Condes S.A. obedece a la favorable evolución de sus operaciones, buen posicionamiento y reconocida calidad en la atención de salud. Considera, asimismo, su mejor situación financiera tras el último aumento de capital y su utilización para el prepagado de deudas. Debido a su ausencia de liquidez, las acciones fueron clasificadas en «1ª Clase Nivel 4».

En septiembre de 1998, Inversiones Las Américas, relacionada al grupo Penta y a Inversiones Atlántico -de propiedad de los señores Andrés y Pablo Navarro- adquirieron cada una el 15% de la propiedad de Clínica Las Condes, convirtiéndose en los accionistas individuales con mayor participación. Posteriormente han ingresado a la propiedad las sociedades Inversiones Bancard y Corp Seguros de Vida.

Clínica Las Condes es uno de los principales centros hospitalarios privados del país. Ofrece servicios quirúrgicos, de hotelería complementaria y la mayor parte de los exámenes y procedimientos requeridos para la atención integral de salud. Además, opera un centro de atención ambulatoria, donde arrienda consultas, de dedicación parcial o total, a médicos de distintas especialidades.

La propiedad de la compañía se mantiene concentrada básicamente en médicos, quienes además de ser propietarios, ejercen su actividad en la clínica. Dicha situación es beneficiosa en términos de flujo de clientes, ya que, en buena medida, la demanda de

atenciones está dada por la lealtad de los pacientes a sus médicos de confianza

La industria de las clínicas privadas ha mostrado un considerable incremento en su número de participantes en el último tiempo, concretándose la construcción y renovación de clínicas ligadas a instituciones de salud previsual (Isapres) o clínicas especializadas en determinados procedimientos. Pese a esto, la posición competitiva de Clínica Las Condes S.A. continúa siendo favorable, dada su orientación a los estratos socioeconómicos más altos, donde cuenta con un importante reconocimiento de alta calidad en la atención.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas positivas de la clasificación de Clínica Las Condes obedece a la mejoría de su situación financiera, asociada a nuevos prepagos de deuda y al fortalecimiento de su posición en su mercado objetivo tras la implementación del plan de desarrollo a que se encuentra dedicada. **FR**

## COMPAÑÍA CHILENA DE FOSFOROS S.A.

Analista: Verónica Labra, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AA-</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISIÓN DE CLASIFICACIÓN

Clasificaciones	Dic. 1997			Dic. 1998			Noviembre 1999		
Acciones	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	

### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a las acciones de la Compañía Chilena de Fósforos considera su buena situación financiera e importante participación de mercado en el negocio del encendido, unido a un riesgo de nivel medio en las industrias en que participa. Además, considera las buenas proyecciones de su negocio vitivinícola.

Compañía Chilena de Fósforos S.A. es el único productor de fósforos del país, con una importante participación en el mercado del encendido (fósforos, encendedores y otros). Tiene el mayor patrimonio forestal de álamos del país, claramente concentrado en una zona geográfica, lo que le permite controlar calidad y costos. El principal riesgo del negocio de los fósforos lo constituye el de sustitución.

Por medio de la filial TEMSA, la empresa elabora y comercializa micro-productos de madera, orientándose principalmente a los mercados de exportación. Es líder en el mercado local de palitos de madera para helados.

La compañía también participa en el negocio vitivinícola a través de su filial Viña Tarapacá Ex Zavala. Esta viña está orientada

### Indicadores financieros

(millones de pesos de septiembre de 1999)

	1996	1997	1998	Sep. 99
<b>Fósforos Consolidado</b>				
Ventas	25.765	27.207	27.148	22.124
Resultado operacional	5.921	6.315	5.175	3.819
Resultado no operacional	(743)	(15)	(420)	50
Utilidad	4.518	5.440	3.995	3.291
Activos totales	44.710	47.621	49.305	51.794
Patrimonio	33.923	38.525	40.064	42.152
Endeudamiento (vc)	0,32	0,24	0,23	0,23
Rentabilidad patrimonial (%)	14,0	15,0	10,2	7,8
<b>Viña Tarapacá Ex Zavala</b>				
Ventas	4.629	6.874	9.520	9.226
Resultado Operacional	761	1.002	1.278	1.346

preferentemente al segmento de vinos finos, tanto a nivel nacional como de exportación, y posee una importante imagen de marca.

La industria vitivinícola se caracteriza por ser altamente competitiva, tanto en el mercado interno como externo. A ello se añade una fuerte inestabilidad asociada a la dependencia de uvas y "caldos" que, debido a las condiciones climatológicas y desajustes entre las cantidades ofrecidas y demandadas, muestran fuertes variaciones de precio.

La empresa mantiene una sólida posición financiera, con un bajo nivel de endeudamiento (0,23 veces), buena liquidez (2,6 veces) y alta cobertura de gastos financieros, superior a 26 veces.



## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación son estables debido a:

- Buena posición de mercado de la empresa pese al escaso potencial de crecimiento en el negocio de los fósforos, considerando que la tendencia mundial es a sustituir el consumo de palos de fósforos.

- Crecimiento esperado en el sector vitivinícola, en especial, para los vinos finos, tanto en el mercado local como en el mercado externo. Se prevé un crecimiento del consumo de vinos finos en el mercado local, debido al aumento del poder adquisitivo de la población y la mayor oferta de productos y marcas como resultado del auge exportador. **FR**

## CIA. DE SEGUROS DE VIDA CRUZ DEL SUR S.A.

Analista: Marcelo Arias, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AA-</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

## REVISIÓN DE CLASIFICACION

Clasificaciones	Dic. 1997	Dic. 1998	Septiembre 1999
Obligaciones de seguros	AA-	AA-	AA-

## FUNDAMENTACION

La clasificación en categoría «AA-» asignada a las obligaciones de Cruz del Sur Vida obedece a su buena posición competitiva, con base en la diversificación de su cartera de productos, amplia red de sucursales, buena imagen de marca y la solidez de su administración y grupo propietario. Responde también a su adecuada posición de solvencia, respaldada por un bajo riesgo de reinversión para la cobertura de pasivos descalzados.

La compañía pertenece al grupo Angelini, uno de los conglomerados empresariales de mayor gravitación en Chile. El grupo propietario otorga un buen respaldo financiero e importantes sinergias con empresas relacionadas.

Durante 1998 y hasta septiembre de 1999, el volumen de ventas de rentas vitalicias se redujo drásticamente. El crecimiento de esta línea de negocios ha estado supeditado a la capacidad de endeudamiento, obedeciendo a una decisión estratégica tomada por el grupo propietario en atención a la coyuntura económica.

En todo caso, la administración ha llevado a cabo una adecuada gestión comercial, técnica y financiera. La disminución de las ventas de rentas vitalicias ha mejorado la diversificación de la cartera de productos. También han colaborado a ello, los esfuerzos comerciales orientados a seguros tradicionales. La compañía tiene una amplia base de clientes en seguros colectivos de vida y salud y está incursionando con fuerza en seguros individuales, implementando una amplia plataforma operativa y comercial para enfrentar el crecimiento de estas líneas de negocios.

La menor incidencia de rentas vitalicias ha revertido las pérdidas de explotación, mejorando la rentabilidad patrimonial, lo que es característico en este tipo de negocios. Dada la actual composición y volumen de ventas, la compañía está sobre el punto de equilibrio en resultados operacionales.

Durante 1999, el endeudamiento ha estado muy cercano al máximo establecido por la normativa, en razón de los efectos adversos del mecanismo de calce. No obstante, el repunte de las tasas de interés durante el tercer trimestre hará descender el indicador a 12 veces, lo que otorgará algo de holgura para aumentar la venta de rentas vitalicias.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la solvencia Cruz del Sur Vida son estables, dado que se encuentra bien posicionada e incursiona con éxito en seguros tradicionales. Por otro lado, dada las actuales metas de ventas, la compañía es capaz de autosustentar su crecimiento.

El mercado se ha hecho crecientemente competitivo, tanto en rentas vitalicias como en seguros tradicionales, segmento este último en que se observa el ingreso de nuevos e importantes actores, como la banca y casas comerciales. En este contexto, la administración tiene por delante el desafío de controlar los resultados técnicos y mejorar los ratios de eficiencia. **FR**

## Indicadores financieros

(millones de pesos de junio de 1999)

	1996	1997	1998	Jun. 99
Prima directa	30.813	36.755	19.136	6.005
Resultado de explotación	-8.139	-9.892	-8.799	-3.740
Resultado de inversiones	3.023	5.442	7.271	5.056
Resultado operacional	-5.178	-4.616	-1.493	1.377
Resultado del ejercicio	-5.171	-4.598	-1.474	1.377
Activos totales	82.635	114.252	124.415	134.859
Inversiones	82.220	113.175	123.879	132.234
Patrimonio	9.529	9.553	8.912	8.757
Participación de mercado	4,2%	4,5%	2,4%	1,5%
Endeudamiento total	7,7	11,0	13,0	14,4
Gasto neto	16,5%	16,5%	24,8%	34,2%
Gasto Adm./ inversión promedio	3,1%	2,5%	2,3%	2,0%
Rentabilidad de inversiones	4,6%	5,6%	6,1%	7,9%
Rentabilidad patrimonial	-59,2%	-48,2%	-16,0%	31,2%
Siniestralidad	110,3%	110,6%	122,3%	130,7%
Margen técnico	-20,3%	-20,4%	-33,0%	-43,9%

## CIA. DE SEGUROS DE VIDA SANTIAGO S.A.

Analista: Marcelo Arias, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>Ai</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>En desarrollo</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Septiembre 1999
Obligaciones de seguros	Ei	Ai	Ai

#### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada obedece a la fuerte posición competitiva, a la conservadora estructura de su cartera de inversiones y reaseguro y al respaldo de su grupo propietario. Obedece asimismo, a su corto historial en un negocio fuertemente competitivo, con incertidumbres respecto de los márgenes de retorno y esquema normativo.

La compañía pertenece al holding O'Higgins Central Hispano (OHCH), cuyo principal activo corresponde al Banco Santiago. Recientemente, el holding ha cambiado su estructura propietaria, quedando en un 100% en manos de Banco Santander Central Hispano (BSCH), institución clasificada en «A+» por S & P.

Las ventas de la compañía se concentran mayoritariamente en seguros de desgravamen (77%), asociados a los créditos otorgados por el banco relacionado, cartera que otorga una buena base de negocios, pero cuyos resultados son estrechos. En todo caso, el potencial de crecimiento está dado por la comercialización de productos de bancaseguros. La relación de propiedad con uno de los líderes del sistema financiero en colocaciones de productos relacionados con la banca de personas y el acceso al conocimiento experto de BSCH en bancaseguros, otorgan a la compañía una fuerte posición competitiva.

La comercialización de seguros a través de la banca tiene ventajas como las economías de escala en distribución, eficiente segmentación de mercado, acceso a bases de datos muy numerosas y la complementación de servicios. No obstante, su implementación implica manejar adecuadamente el canal y, en especial, instaurar una cultura vendedora de seguros al interior del banco. Aún así, la cartera de bancaseguros ha crecido por

sobre lo presupuestado y con favorables márgenes, superando ya el punto de equilibrio en resultados.

Dado que se trata de una empresa de reciente creación, con un volumen de ventas aún bajo en relación al respaldo patrimonial, los indicadores de solvencia no son los esperados en régimen.

La cartera de inversiones se concentra en instrumentos de renta fija, con una rentabilidad promedio favorable, y el esquema de reaseguro es adecuado, con una exposición patrimonial conservadora y una cartera de reaseguradores de primer nivel.

#### PERSPECTIVAS

El perfil de negocios de la compañía está estrechamente vinculado a su relación de propiedad con el Banco Santiago. Dado esto, sus perspectivas se consideran en desarrollo, en atención a la incertidumbre realtiva a la decisión que debe tomar BSCH respecto de sus filiales bancarias en Chile. Adicionalmente, la empresa está en pleno proceso de expansión de su negocio de bancaseguros y requiere de un tiempo para lograr su consolidación. **FR**

#### Indicadores financieros

(millones de pesos de junio de 1999)

	1997	1998	Jun. 99
Prima directa	1.116	5.010	3.929
Resultado de explotación	-452	-273	-148
Resultado de inversiones	108	316	165
Resultado operacional	-348	46	16
Resultado del ejercicio	-348	51	16
Activos totales	3.332	4.720	5.342
Inversiones	2.570	3.788	4.341
Patrimonio	1.734	1.780	1.803
Participación de mercado *	0,6%	2,3%	3,2%
Endeudamiento total	0,9	1,7	2,0
Gasto neto	72,6%	53,5%	37,5%
Rentabilidad de inversiones	6,3%	9,9%	8,1%
Rentabilidad patrimonial	-40,1%	2,9%	1,8%
Siniestralidad	60,7%	45,6%	54,1%
Margen técnico	38,5%	53,4%	44,0%

\* El mercado corresponde al segmento de seguros tradicionales.

## COMPAÑIA ELECTRO METALURGICA S.A.

Analista: Verónica Labra, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AA+</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Octubre 1999
Bonos	AA+	AA+	AA+
Acciones	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3

#### FUNDAMENTACION

Las clasificaciones asignadas a las acciones y bonos de Compañía Electro Metalúrgica S.A responden a la diversificación de sus actividades, al fuerte posicionamiento en los negocios en que participa, ya sea directamente o a través de filiales, y su buena situación financiera.

Las principales actividades de la empresa se desarrollan en cuatro áreas de negocio: fundición de acero, fabricación de enva-

ses de vidrio y plástico, vitivinícola y medios de comunicación (televisión abierta, TV cable y otros).

Desde el punto de vista operativo, la matriz participa en el negocio de fundición de acero y se maneja como una unidad independiente. Las filiales se administran separadamente, teniendo como matriz a Cristalerías de Chile S.A.

Cristalerías de Chile S.A., empresa que representa la principal fuente de utilidades y constituye el principal activo de Elecmetal, posee una sólida situación financiera e importante posición competitiva en los negocios en que participa.

Cristalerías de Chile S.A. es el mayor productor de envases de vidrio en Chile. Se estima que ha abastecido más del 80% de las ventas físicas de los envases de vidrio producidos en el país durante los últimos cuatros años.

La política de inversiones de la sociedad es operar en industrias en las que se tengan ventajas comparativas y un alto potencial de crecimiento. Además, en caso de entrar en nuevos negocios en los que no tenga el know-how necesario, tiende a asociarse con empresas que lo aporten y que hayan demostrado su capacidad.

Sus filiales poseen importantes participaciones en las industrias en que operan. En este sentido destacan :Viña Santa Rita, uno de los principales productores y exportadores de vino fino y popular en Chile; Megavisión, uno de los tres principales canales de televisión abierta; Metrópolis/Intercom, con una participación de mercado de 42% en el negocio de televisión por cable.

La industria de la fundición de acero se desarrolla en un mercado muy competitivo, por la activa participación de competidores tanto internos como externos y el aumento de las importaciones.

La propiedad de Compañía Electro Metalúrgica S.A está relacionada, directa o indirectamente, al grupo Claro, a través de Quemchi S.A., Marítima de Inversiones S.A. y Productos Agrícolas Pucalán S.A.

Compañía Electro Metalúrgica S.A. posee una buena situación financiera, con una cobertura de intereses de 19 veces, un bajo endeudamiento de 0,05 veces y un índice de liquidez de 2,38 veces.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación son estables debido al fuerte posicionamiento de la empresa, las expectativas de crecimiento de las exportaciones de vinos y los aumentos en la capacidad de producción relacionados con mayor eficiencia y productividad. **FR**

### Indicadores financieros individuales

(millones de pesos de junio de 1999)

	1996	1997	1998	Jun. 99
Ingresos operacionales	14.770	15.928	15.705	6.473
Resultado operacional	3.335	3.627	3.844	1.309
Resultado no operacional	7.232	7.544	10.397	4.089
Utilidad	6.901	6.635	10.049	4.101
Activos totales	107.652	113.459	124.007	125.871
Patrimonio	99.693	106.716	117.308	119.606
Deuda Bancaria (%)	4,21	2,64	1,74	1,37
Obligaciones con el Público (%)	38,4	31,4	17,6	11,3
Cobertura de intereses (vc)				19
Endeudamiento (vc)	0,08	0,06	0,06	0,05
Rentabilidad patrimonial (%)	10,33	9,54	11,90	8,81
Liquidez	2,00	2,10	2,20	2,38

## EMPRESA ELECTRICA PEHUENCHE S.A.

Analista: Jaime Leonart, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AA-</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

### Indicadores financieros individuales

(millones de pesos de junio de 1999)

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Septiembre 1999
Acciones	-	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3

#### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a Empresa Eléctrica Pehuenche S.A., responde a su fuerte posición en el mercado chileno de generación eléctrica, unido a una positiva evaluación de la fortaleza financiera y de gestión del grupo de empresas al que pertenece su matriz Endesa - Chile, principal generador eléctrico que opera en Chile. Como contrapartida la compañía está expuesta a riesgo hidrológico y mantiene un endeudamiento financiero relativamente alto.

	1996	1997	1998	Jun. 99
Ingresos por Ventas	62.074	55.634	43.476	18.678
Resultado Operacional	38.920	29.362	18.552	6.012
Depreciación	10.629	10.872	11.388	5.683
Flujo Operacional	49.549	40.234	29.940	11.695
Gastos financieros	(15.343)	(14.075)	(15.685)	(7.962)
Resultado no Operacional	(10.791)	(5.861)	(22.193)	(22.194)
Utilidad	27.262	23.251	(3.642)	(16.180)
Activos Totales	365.916	365.095	358.521	354.871
Patrimonio	175.179	175.247	161.548	145.361
Margen Operacional (%)	62,70%	52,78%	42,67%	32,19%
Rentabilidad Operac./Activos (%)	10,64%	8,04%	5,17%	3,38%
Flujo Operac. / Activos (%)	13,54%	11,02%	8,35%	3,30%
Rentabilidad Patrimonial (%)	15,78%	13,27%	-2,16%	-21,09%
Endeudamiento (vc)	1,09	1,08	1,22	1,44
Flujo Opera. / Gastos Financieros	3,23	2,86	1,91	1,47
Liquidez Corriente (vc)	0,26	0,33	0,42	0,32

Empresa Eléctrica Pehuenche S.A. posee tres centrales generadoras en la cuenca del río Maule: Pehuenche (500 MW), Curillinque (85 MW) y Loma Alta (38 MW), que aportan al Sistema Interconectado Central (SIC), lo que la convierte en uno de los mayores productores del sistema.

El 93% de su capital accionario es mantenido por Endesa Chile, generador eléctrico diversificado tanto en términos de sus fuentes de generación, aunque mayoritariamente hidráulico, como de los países en que opera.

La industria chilena de generación eléctrica se caracteriza por ser altamente regulada. Este marco permite promover la eficiencia, estimular la inversión y que se determinen tarifas que reflejen las variaciones en los componentes de costos.

Producto de las deficientes condiciones hidrológicas de los últimos periodos, la compañía ha visto fuertes mermas en su resultado operacional, lo que unido a la apreciación del dólar a partir de 1998, y el efecto en su deuda denominada en moneda extranjera, la ha llevado a registrar pérdidas a diciembre de 1998 y junio 1999. Lo anterior, ha tenido efectos en una baja de sus coberturas de intereses, 1,47 veces a junio 1999, y un mayor nivel de endeudamiento, 1,44 veces el patrimonio.

## PERSPECTIVAS

Las situaciones puntuales en la industria eléctrica, como el cambio en las fuentes termoeléctricas al incorporar gas natural, o eventuales sequías, si bien tienen efectos en los resultados de Pehuenche S.A., no deberían influir mayormente en su solvencia.

El ingreso del gas natural en la industria de generación eléctrica tendrá efectos diversos en las generadoras hidroeléctricas. Por una parte, la baja en los costos de generación de largo plazo influirá en menores precios de nudo para las ventas contratadas. Como contrapartida, la mayor relevancia de las centrales termoeléctricas en el parque generador disminuirá la exposición de las empresas en los escenarios más extremos, en los que actualmente se presentan costos marginales cercanos a cero o extremadamente altos.

La mejora en las condiciones hidrológicas y el calce natural que se produce entre sus ingresos y la deuda denominada en dólares a lo largo del tiempo debería devolver a la compañía a sus razones financieras históricas. **FR**

## LAN CHILE S.A.

Analista: Verónica Labra, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>BBB+</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

## REVISION DE CLASIFICACION

Clasificaciones	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3

## FUNDAMENTACION

La clasificación de las acciones de Lan Chile S.A. responde a su muy importante participación de mercado en el negocio de transporte aéreo desde y hacia Chile y a la positiva evaluación de su gestión para competir eficientemente.

Lan Chile S.A. es la matriz del principal grupo de empresas de transporte aéreo a nivel nacional, tanto en carga como en pasajeros. Sus operaciones las realiza de manera directa y por medio de su filial Ladeco S.A.

Como operador individual, Lan Chile S.A. cubre una amplia gama de rutas a nivel nacional y mantiene destinos internacionales a Estados Unidos, las principales capitales sudamericanas, Europa y la polinesia francesa.

Ladeco tradicionalmente ha realizado transporte de pasajeros y carga a nivel nacional, y desde su fusión en 1998 con Fast Air, tomó las operaciones de transporte internacional de carga.

La compañía ha realizado importantes inversiones, especialmente durante 1997 y 1998, que incluyeron el aumento de su

## Indicadores financieros

(miles de dólares)

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos operacionales	697.683	969.816	1.077.289	887.284
Resultado operacional	46.157	79.568	44.396	38.489
Utilidad	38.316	64.115	30.989	29.029
Activos totales	353.918	583.807	878.964	875.209
Patrimonio	115.794	214.677	226.884	242.721
Endeudamiento (vc)	2,04	1,72	2,87	2,61
Liquidez (vc)	1,23	1,07	0,85	1,13
Margen operacional (%)	6,62	8,20	4,1	4,3
Resultado Oper./Activos (%)	13,04	13,63	5,1	4,4
Rentabilidad patrimonial (%)	34,9	38,8	14,0	12,0
<b>Resumen Operacional</b>				
Pasajeros Transportados (miles)	1.912	3.222	4.179	-
Ventas pasajeros (MMUS\$)	431	619	680	510
Ventas carga (MMUS\$)	226	303	340	328

\* Cifras anualizadas

flota, cambio de la imagen corporativa, estreno de nuevo edificio institucional y firma de contratos para adquirir nuevos aviones.

Durante 1998 y 1999, el fuerte aumento de la competencia y los efectos de la crisis asiática, especialmente en el segmento de transporte de pasajeros llevó a Lan Chile a realizar un proceso de reorganización que incluyó la fusión de Fast Air y Ladeco, rees-

tructuración de la flota, ajustes en las áreas informáticas, administrativas, de soporte y adquisiciones, permitiendo una reducción de costos.

El transporte aéreo de pasajeros por ser un producto que se podría considerar commodity, se caracteriza por políticas agresivas en la fijación de tarifas, como forma de captar mayores participaciones de mercado.

La operación de carga tiene, en general, un comportamiento más estable, debido a que se basa en relaciones de largo plazo con los clientes y a que las redes de distribución son de más difícil acceso para nuevos competidores.

La empresa muestra una mejoría de su posición financiera desde 1994, producto principalmente de políticas de racionalización aplicadas por la administración, que mejoraron substancialmente la eficiencia de las operaciones.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación son estables debido a que la fuerte competencia y la situación económica que ha afectado las actividades de la compañía se ven contrarrestadas por ajustes y reorganizaciones internos, que le permiten hacer frente a las nuevas condiciones del entorno y a la estrategia de negocios que combina transporte de carga y pasajeros. **FR**

## METALPAR S.A.

Analista: Jaime Leonart, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>BBB</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

## REVISION DE CLASIFICACION

Clasificaciones	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4

## FUNDAMENTACION

La clasificación otorgada a Metalpar S.A. responde a su largo historial y sólida posición como carrozador y comercializador de buses en Chile. Asimismo considera su favorable situación financiera, caracterizada por un endeudamiento acotado y positivas niveles de rentabilidad.

Como contrapartida, la compañía mantiene una importante cartera de créditos de complejo manejo, enfrenta un grado de competencia importante en los mercados en que participa y se encuentra desarrollando ambiciosos proyectos en nuevas áreas de negocio relacionadas a su operación principal.

Metalpar S.A. es el principal carrozador y comercializador de buses en Chile. Sus participaciones de mercado en los dos segmentos más importantes de la industria, buses urbanos y taxibuses, se ubican en torno al 50%. A esto se suma su participación como fabricante de buses en Argentina, por medio de la adquisición del segundo mayor productor en ese país.

Su estructura de comercialización incluye la entrega de financiamiento a cerca del 90% de sus ventas, lo que mejora su posición competitiva ya que buena parte de sus clientes tienen dificultades para obtener financiamiento directo de entidades financieras.

Adicionalmente, la compañía maneja la representación de dos marcas de camiones en Chile, Skoda Liaz y Volkswagen, por medio de su filial Automeister Vehículos Motorizados S.A.

Las industrias en que está presente son altamente competitivas, con participación de empresas extranjeras que producen en

## Indicadores financieros consolidados

(millones de pesos de septiembre de 1999)

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos por Ventas	39.533	37.046	27.369	20.395
Resultado Operacional	6.698	4.683	1.475	62
Ingresos Financieros	7.496	9.349	10.820	8.878
Resultado Operac. Corregido	14.194	14.032	12.295	8.878
Gastos financieros	(3.090)	(2.885)	(2.740)	(2.326)
Resultado no Operacional	3.754	6.060	8.804	7.685
Utilidad	6.782	9.067	9.122	6.807
Activos Totales	78.682	94.433	103.834	118.801
Patrimonio	32.916	52.272	58.799	64.196
Margen Operacional (%)	16,94%	12,64%	5,39%	0,31%
Margen Operacional Corregido (%)	35,90%	37,88%	44,92%	43,53%
Rentabilidad Operac./Activos (%)	8,51%	4,96%	1,42%	0,07%
Rentabilidad Operac. Correg./Activos (%)	18,04%	14,86%	11,84%	7,47%
Rentabilidad Patrimonial (%)	22,65%	21,29%	16,42%	14,76%
Endeudamiento (vc)	1,05	0,80	0,76	0,85
End. con Int. Minoritario (vc)	0,78	0,80	0,76	0,85
Res. Operac. Corregido / Gastos Financ.	4,59	4,86	4,49	3,82
Liquidez Corriente (vc)	2,46	2,95	3,02	2,78
<b>Resumen Operacional</b>				
Total de unidades vendidas	743	759	590	

Resultado Operac. Corregido = Resultado operacional + Ingresos Financieros

\*Balances proforma / Cifras anualizadas

volúmenes mayores que la compañía. Pese a ello, Metalpar S.A. ha logrado mantener su posición de mercado producto de la cercanía a las necesidades de sus clientes y a su esquema de comercialización que incluye la entrega de financiamiento directo.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación de Metalpar S.A. son estables, en consideración a la adecuada base patrimonial con que la compañía ha enfrentado su incursión en nuevas áreas de negocio.

Pese a su menor nivel de actividad en Chile, la compañía mantiene importantes desafíos dados por sus inversiones en Argen-

tina, la comercialización de un nuevo bus de media distancia y un mayor énfasis en posibles exportaciones. Como parte de su proceso de crecimiento, Metalpar S.A. tiene contemplado en el mediano plazo realizar una emisión de sus acciones.

La futura evolución de la clasificación de la compañía dependerá de su capacidad para mantener su posición en los mercados en que actualmente participa y para llevar a cabo sus proyectos. **FR**

## PLAZA VESPUCIO S.A.

Analista: María Inés Álvarez, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>BBB</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4

#### FUNDAMENTACION

La clasificación de las acciones de Plaza Vespucio S.A. obedece a sus sólidos resultados operacionales y a la estable capacidad de sus activos para generar fondos. Asimismo, considera que su política de inversiones privilegia el uso de deuda financiera para llevar a cabo un importante plan de desarrollo. Ello, con el propósito de consolidar su posición de liderazgo ante una creciente afluencia de público y el anuncio de la instalación de otros centros comerciales en su área de influencia.

El negocio de la empresa, propietaria del Mall Plaza Vespucio, consiste en diseñar, construir y administrar una oferta inmobiliaria dirigida básicamente a la actividad comercial y de servicios, obteniendo sus ingresos principalmente del arriendo de locales. Ello determina que los resultados del centro comercial estén estrechamente relacionados con el desempeño del comercio que en él opera, sector cuya evolución está sujeta a las variaciones en el nivel de actividad de la economía.

Plaza Vespucio está posicionado como un importante lugar de compras y de afluencia de público en el área sur-oriente de Santiago, zona que se ha caracterizado por su desarrollo en los últimos años, tanto en tamaño de la población como en nivel de ingresos.

Su situación financiera está determinada por el alto nivel y favorable evolución de las ventas del centro comercial. Su capacidad para generar utilidades operacionales se refleja en niveles de cobertura de gastos financieros mayor a 3,6 veces en los últimos años, lo que en parte compensa el alto endeudamiento que mantiene.

Aprovechando las expectativas de crecimiento del área de influencia de Plaza Vespucio y la continua mayor aceptación del

centro comercial como canal de distribución, a fines de 1998 se produjo el ingreso de un nuevo participante en el sector, Plaza Tobaraba, complementando la oferta de Plaza Vespucio.

#### PERSPECTIVAS

Las inversiones efectuadas por Plaza Vespucio en los años 1997 a 1999, por más de US\$70 millones, apuntaron a reforzar su imagen y optimizar el uso del terreno. Éstas incluyeron la ampliación del mall a un segundo piso, la instalación de un centro médico en un nuevo edificio, aumentar los estacionamientos disponibles y construir un acceso al nuevo tren metropolitano, entre otros proyectos. Con lo anterior se pretende lograr la consolidación como un importante centro de actividad y afluencia de público.

Las perspectivas estables otorgadas a su calidad crediticia refleja su fortaleza en la generación de caja, lo que contrarresta con un plan de financiamiento de sus inversiones que considera preferentemente el uso de deuda. **FR**

#### Indicadores financieros consolidados

(millones de pesos de septiembre de 1999)

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos operacionales	9.855	9.578	11.532	8.476
Resultado operacional	6.945	6.364	7.891	6.736
Utilidad	5.258	5.220	4.875	4.415
Activos fijos	19.547	33.014	44.495	45.160
Activos totales	23.428	39.990	55.021	52.288
Deuda financiera	56	21.633	33.635	30.756
Patrimonio	7.980	10.630	12.935	13.015
Endeudamiento (vc)	1,94	2,76	3,25	3,02
Resultado Oper./Gastos financieros	7,73	7,23	3,45	3,39
Flujo operacional*/Gastos. financieros	8,1	7,6	3,7	3,75
Margen operacional (%)	70,47%	66,44%	68,43%	79,47%
Resultado Oper./Activos (%)	29,64%	15,91%	14,34%	12,88%
Rentabilidad patrimonial (%)	64,9%	69,14%	56,10%	35,44%
<b>Resumen Operacional</b>				
Ventas Centro Comercial (mill. de U.F.)	9,9	9,9	9,9	5,43
Superficie arrendable (m²)	38.263	45.220	50.912	61.215
Ventas/m2 promedio mensual (U.F.)	21,64	19,73	17,38	15,58

\* Resultado operacional más depreciación

## SUPERMERCADOS UNIMARC S.A.

Analista: Jonathan Strauss, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>BBB-</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Noviembre 1999
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4

#### FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a las acciones de Supermercados Unimarc S.A. obedece a su favorable posición de mercado, junto a una situación financiera que se ha visto resentida producto del proceso de ajuste sufrido por la economía chilena y una mayor competencia a nivel de industria.

Las ventas totales de sus dos principales activos, las cadenas Unimarc y Multiahorro, ubican a Supermercados Unimarc como el tercer operador de supermercados en Chile, con una fuerte concentración en la Región Metropolitana. La compañía posee 32 supermercados en Chile, 24 de ellos en Santiago.

La industria de supermercados en Chile es altamente competitiva, situación que se acentuará con el ingreso de Carrefour y Ahold, importantes cadenas extranjeras. Las ventas del sector se encuentran en una etapa de consolidación en torno a grandes cadenas de supermercados, las que poseen agresivos planes de expansión.

Para incrementar sus niveles de competitividad, la compañía está desarrollando un nuevo plan estratégico. Esto consiste en dedicarse, por el momento, exclusivamente a fortalecer su posición en el mercado chileno. Además, Unimarc decidió orientar su crecimiento al formato tradicional de supermercados, los de 2.000 m<sup>2</sup> a 3.000 m<sup>2</sup>.

La compañía ha logrado aumentar sus márgenes operacionales a través de una reorganización dirigida a racionalizar la estructura corporativa y focalizar sus actividades en el negocio de supermercados, un mayor aporte de proveedores para arrendar espacios y financiar promociones, y una mayor participación en el mix de ventas de productos que no son abarrotes.

## VIÑA SANTA RITA

Analista: Verónica Labra, (562) 246-5388

<b>SOLVENCIA</b>	<b>A+</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

### REVISION DE CLASIFICACION

#### Clasificaciones

	Dic. 1997	Dic. 1998	Octubre 1999
Bonos	A+	A+	A+
Acciones	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3

#### PERSPECTIVAS

La clasificación de Unimarc tiene perspectivas estables debido a su plan de expansión que considera construir 9 nuevos locales en el año 2000, lo que le permitiría lograr mayores economías de escala.

Se espera que la compañía financie su plan de inversiones de aproximadamente US\$ 40 millones para el período 2000-2001 principalmente a través de deuda bancaria, específicamente líneas de crédito ya otorgadas por los bancos a la empresa.

El avance de su plan de inversiones, la estabilidad de su desempeño operacional y el grado de éxito de su estrategia comercial son factores determinantes de la futura evolución de su calidad crediticia. **FR**

#### Indicadores financieros consolidados

(millones de pesos de septiembre de 1999)

	1996	1997	1998	Sep. 99
Ingresos operacionales	194.352	213.196	225.650	131.639
Resultado operacional	9.748	12.216	6.572	2.783
Utilidad	10.236	12.166	4.362	1.746
Activos totales	107.834	155.865	181.877	164.585
Deuda financiera	20.647	17.106	46.594	32.603
Patrimonio	45.176	92.972	94.049	95.083
Resultado Operac./Gastos financieros	4,3	5,6	3,0	1,3
Flujo Operac./Gastos financieros	5,5	7,4	5,2	3,2
Endeudamiento (vc)	1,31	0,66	0,92	0,71
Liquidez (vc)	0,76	0,98	0,87	0,43
Margen operacional (%)	5,0	5,7	2,9	2,1
Resultado Operac./Activos (%)	9,0	7,8	3,6	2,3
Rentabilidad patrimonial (%)	25,7	17,6	4,7	2,5
<b>Resumen Operacional en Chile</b>				
Número de locales	31	34	34	32
Superficie salas de venta (m <sup>2</sup> )	49.974	59.490	58.759	54.837
Tamaño de tienda promedio (m <sup>2</sup> )	1.612	1.750	1.728	1.714

\* Resultado operacional más depreciación

#### FUNDAMENTACION

La clasificación otorgada a las acciones y bonos de Sociedad Anónima Viña Santa Rita obedece a su importante participación y posición de mercado en una industria altamente competitiva, y a su buena situación financiera, con bajo endeudamiento y adecuada liquidez.

La empresa es una de las viñas más grandes de Chile, tanto en relación a las ventas en el mercado nacional como a las exporta-

ciones de vino embotellado, con un precio promedio de exportación mayor que el promedio de la industria.

Actualmente, Viña Santa Rita tiene participación en la propiedad de Viña Carmen S.A. (orientada a la producción de vinos finos para el mercado internacional), Viña Centenaria S.A., Viña Los Vascos S.A. y Viña Doña Paula S.A. (filial creada en 1997, en Argentina).

Viña Santa Rita ha realizado importantes inversiones en las áreas agrícola, enológica e industrial de acuerdo con el programa de expansión Plan 2005. En este sentido destacan la adquisición de terrenos y plantaciones con la finalidad de aumentar los niveles de autoabastecimiento y mejorar la calidad de las vides, en especial, las destinadas a vinos finos y de exportación. Asimismo, invirtió en nueva tecnología tendiente a incrementar la capacidad y eficiencia de los procesos productivos.

La propiedad de Sociedad Anónima Viña Santa Rita está relacionada al grupo Claro, quien controla un 75% de la compañía a través de dos sociedades, Cristalerías de Chile S.A. y Bayona S.A.

La empresa se posee un bajo nivel de endeudamiento, 0,62 veces a junio de 1999. El 52% de los pasivos corresponde a deuda bancaria y el 5% a obligaciones con el público.

La industria vitivinícola se caracteriza por ser altamente competitiva, tanto en el mercado interno como externo. A ello se añade una fuerte inestabilidad asociada a la dependencia de uvas y "caldos" que, debido a las condiciones climatológicas y desajustes entre las cantidades ofrecidas y demandadas, muestran fuertes variaciones de precio.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la clasificación son estables debido al positivo crecimiento esperado en el sector vitivinícola y la buena posición de mercado de la empresa.

Sociedad Anónima Viña Santa Rita presenta expectativas de crecimiento de sus exportaciones y mejoras operativas adicionales producto de sus inversiones. Lo anterior fortalecerá su posición de mercado a través del énfasis en la producción y exportación de vinos finos. **FR**

## Indicadores financieros consolidados

(millones de pesos de junio de 1999)

	1996	1997	1998	Jun. 99
Ingresos operacionales	29.297	38.535	47.859	21.795
Resultado operacional	3.747	6.162	7.292	2.124
Utilidad	2.584	4.494	5.080	594
Activos totales	53.803	65.230	71.601	77.126
Patrimonio	40.726	44.704	48.498	47.577
Cobertura de intereses (vc)				
Endeudamiento (vc)	0,32	0,46	0,48	0,62
Rentabilidad patrimonial (%)	7,38	10,52	10,90	2,47
<b>Evolución</b>				
Exportación (miles cajas)	967	1.155	1.345	610
Precio prom. export. (US\$/caja)	24,1	31,7	39,7	18,2
Vinedos propios (hectáreas)	-	-	-	1.605



# CLASIFICACIONES DE RIESGO

29 febrero 1999

## CORPORACIONES: Bonos

Emisor	Nº Inscripción	Fecha	Series	Clasificación
AGUAS CORDILLERA	141	27.05.91	A1, A2, A3	BBB
	154	07.02.92	B1, B2, B3	BBB
	163	24.11.92	C1, C2, C3	BBB
	167	10.08.95	D1, D2, D3	BBB
	187	11.08.95	E1, E2, E3	BBB
BICECORP	215	08.10.99	A	AA-
CAP	219	25.10.99	A1, A2	A-
CAROZZI	155	03.03.92	A1, A2	A-
	189	18.12.95	B1, B2	A-
CELARAUCO	134	28.01.91	A	AA-
	152	28.11.91	A, B	AA-
CEMENTOS	156	11.03.92	B, C	AA-
CERVEZAS	149	17.09.91	B	AA
	181	08.11.94	C, D	AA
CGE	172	03.03.94	A1, A2	AA+
COLBUN	139	19.04.91	A1, A2, B1, B2	A
CRISTALES	096	09.02.88	B	AA+
EFE	169	15.10.93	D, E1, E2	AAA
	183	14.12.94	F	AAA
	190	20.03.96	G	AAA
	200	19.11.97	H	AAA
	205	10.07.98	I	AAA
	212	05.08.99	J	AAA
	212	05.08.99	J	AAA
ELECTOMETAL	092	16.10.87	A	AA+
	097	09.02.88	B	AA+
ENDESA	105	12.09.88	A1, A2	AA
	111	24.08.89	B1, B2	AA
	131	07.12.90	C1, C2, D1, D2	AA
ENERSIS	117	30.11.89	D1, D2	AAA
	213	10.09.99	A	AAA
ENTEL	107	22.12.88	B1	A+

Emisor	Nº Inscripción	Fecha	Series	Clasificación
ENTEL	128	20.11.90	C	A+
	223	15.03.00	D, E	A+
ESCONDIDA	218	22.10.99	A1, A2, A3, A4	AA-
ESSA	214	29.09.99	A, B	A+
FORUM LEASING	201	04.12.97	A	BBB+
GENER	84	04.02.87	AA, BA, CA	AA-
	95	16.12.87	DA, EA	AA-
	108	25.04.89	FA, GA, HA, IA	AA-
	136	08.03.91	JA, KA	AA-
	208	13.11.98	L, M	AA-
LAS CONDES	182	12.12.94	A	BBB-
MADECO	148	13.09.91	B	A
	222	26.01.00	A1, A2	A
METROGAS	217	22.10.99	A, B	AA
PARAUCO	158	20.03.92	A	A-
	176	20.07.94	B1, B2	A-
	210	22.06.99	C1, C2, D1, D2	A-
PARIS	216	20.10.99	A, B	AA-
SAESA	175	18.07.94	A, B	AA+
SAITEC	162	09.11.92	A	A-
SANTA RITA	144	12.07.91	A	A+
SANTANDER	168	29.09.93	CCF	AA
	191	22.04.96	DDB, DDC, DDD	AA
FACTORIZING	192	21.11.96	DDE, DDF, DDG	AA
	192	21.11.96	EEA, EEB, EEC, EED, EEE	AA
	09/92	28.08.92	EEF, EEG, EEH, EEI, EEJ	AA
	02/94	16.02.94	BB	AA
SECURITY	188	20.11.95	A1, A2	A
SOPRAVAL	185	17.03.95	A	BBB+
SOQUIMICH	137	25.03.91	D	AA-
WATT'S	179	26.10.94	A1, A2	BBB+

## CORPORACIONES: Acciones

Emisor	Serie	Clasificación
ALMAGRO	Unica	1º Clase Nivel 4
ANDINA	A, B	1º Clase Nivel 2
ANTARCHILE	Unica	1º Clase Nivel 3
BANMEDICA	Unica	1º Clase Nivel 2
BANVIDA	Unica	1º Clase Nivel 4
BATA	Unica	1º Clase Nivel 4
BICECORP	Unica	1º Clase Nivel 3
CAUCHERA	A, B	1º Clase Nivel 3
CAP	Unica	1º Clase Nivel 3
CAROLINA	A, B	1º Clase Nivel 3
CAROZZI	Unica	1º Clase Nivel 4
CEMENTOS	Unica	1º Clase Nivel 2
CERVEZAS	Unica	1º Clase Nivel 2
CGE	Unica	1º Clase Nivel 2
CHILECTRA	Unica	1º Clase Nivel 1
CHOLGUAN	Unica	1º Clase Nivel 3
CIC	Unica	2º Clase
COLBUN	Unica	1º Clase Nivel 3
CONOSUR	Unica	1º Clase Nivel 4
COPEC	Unica	1º Clase Nivel 1
CRISTALES	Unica	1º Clase Nivel 2
DETROIT	Unica	1º Clase Nivel 3
D&S	Unica	1º Clase Nivel 3

Emisor	Serie	Clasificación
EDELMAG	Unica	1º Clase Nivel 3
ELECTOMETAL	Unica	1º Clase Nivel 3
EMBNOR	A, B	1º Clase Nivel 3
EMEC	Unica	1º Clase Nivel 3
ENDESA	Unica	1º Clase Nivel 1
ENERSIS	Unica	1º Clase Nivel 1
ENTEL	Unica	1º Clase Nivel 4
ESSEL	Unica	1º Clase Nivel 4
ESVAL	A, B	1º Clase Nivel 3
FALABELLA	Unica	1º Clase Nivel 3
FASA	Unica	1º Clase Nivel 3
FOSFOROS	Unica	1º Clase Nivel 2
GENER	Unica	1º Clase Nivel 1
INDUGAS	Unica	1º Clase Nivel 4
INFORSA	Unica	1º Clase Nivel 2
JUCOSA	Unica	2º Clase
KOPOLAR	Unica	1º Clase Nivel 3
LAN	Unica	1º Clase Nivel 3
LAS CONDES	Unica	1º Clase Nivel 4
LUCCHETTI	Unica	1º Clase Nivel 3
MADECO	Unica	1º Clase Nivel 2
MADERAS	Unica	1º Clase Nivel 3
MAINSTREAM	Unica	1º Clase Nivel 4

Emisor	Serie	Clasificación
MANTOS	Unica	1º Clase Nivel 3
METALPAR	Unica	1º Clase Nivel 4
MICHILLA	Unica	1º Clase Nivel 4
PARAUCO	Unica	1º Clase Nivel 3
PARIS	Unica	1º Clase Nivel 2
PEHUENCHE	Unica	1º Clase Nivel 3
PILMAIQUEN	Unica	2º Clase
PREGRAL	Unica	2º Clase
PREVISION	Unica	1º Clase Nivel 4
QUIÑENCO	Unica	1º Clase Nivel 3
RIO MAIPO	Unica	1º Clase Nivel 2
SANTANGRUP	Unica	1º Clase Nivel 4
SAESA	Unica	1º Clase Nivel 3
SANTA RITA	Unica	1º Clase Nivel 3
SECURITY	Unica	1º Clase Nivel 3
SM UNIMARC	Unica	1º Clase Nivel 4
SOPRAVAL	Unica	1º Clase Nivel 4
SOQUIMICH	A, B	1º Clase Nivel 2
TERRANOVA	Unica	1º Clase Nivel 3
TRICAHUE	Unica	1º Clase Nivel 3
VESPUCIO	Unica	1º Clase Nivel 4

## BONOS DE SECURITIZACION

Emisor	Nº Inscripción	Fecha	Series	Clasificación
SANTANDER S.A. SOCIEDAD SECURITIZADORA				
1º PATRIMONIO SEPARADO	211	28.07.99	A, B	AA
			C	BB
2º PATRIMONIO SEPARADO	221	13.12.99	A, B, C, D	AA
			E	C

Emisor	Nº Inscripción	Fecha	Series	Clasificación
TRANSA SECURITIZADORA S.A.				
1º PATRIMONIO SEPARADO	193	10.12.96	A, B	A
2º PATRIMONIO SEPARADO	199	30.05.97	A, B	A
3º PATRIMONIO SEPARADO	202	10.03.98	A, B	A
			E	C

# Clasificaciones de Riesgo

## Feller Rate

### BONOS DE CONCESIONES

Emisor	Nº Inscripción	Fecha	Series	Clasificación
RUTA 5 TRAMO TALCA - CHILLAN S.A.	207	10.11.98	Unica	AAA

### COMPAÑIAS DE SEGUROS GENERALES

	Clasificación
ABN AMRO (Chile) Seguros Generales S.A.	A
ACE Seguros S.A.	AA-
Aetna Chile Seguros Generales	AA
AXA Seguros Generales S.A.	A
Compañía de Seguros Aseguradora de Magallanes S.A.	A
Compañía de Seguros de Crédito COFACE Chile S.A.	EI
Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.	EI
Compañía de Seguros Generales Consorcio Nacional de Seguros S.A.	A
Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A.	AA+
Compañía Nacional de Seguros Generales Unión Española S.A.	A
Consorcio Alianz de Seguros Generales S.A.	AA+
La Interamericana Compañía de Seguros Generales S.A.	AAA
MAPFRE Garantías y Crédito S.A.	A+
Mutualidad de Carabineros	A
Renta Nacional Compañía de Seguros Generales S.A.	A+
Seguros La Italia S.A.	BBB-
Seguros Previsión Generales S.A.	A+

### CUOTAS DE FONDOS DE INVERSION

Emisor	Código	Clasificación
CIMENTA-EXPANSION	CFINCIMENT	1ª Clase Nivel 2
SABCO	CFIRSABCO	1ª Clase Nivel 4

### COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA

	Clasificación
ABN AMRO (Chile) Seguros de Vida S.A.	A-
Aetna Chile Seguros de Vida S.A.	AA+
AXA Seguros de Vida S.A.	AA-
Bice Vida Compañía de Seguros S.A.	AA-
CIGNA Compañía de Seguros de Vida S.A.	AA-
CNA Chile Compañía de Seguros de Vida S.A.	A+
Compañía de Seguros CGS Vida S.A.	Ai
Compañía de Seguros de Vida Cardif S.A.	Ei
Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	AA-
Compañía de Seguros de Vida El Rauli S.A.	AA-
Compañía de Seguros de Vida Huelén S.A.	A-
Compañía de Seguros de Vida Santander S.A.	AA
Compañía de Seguros de Vida Santiago S.A.	Ai
Compañía de Seguros de Vida Vitalis S.A.	Ai
ING Seguros de Vida S.A.	AA
La Interamericana Compañía de Seguros de Vida S.A.	AAA
La Interamericana Rentas Seguros de Vida S.A.	AA
Mutual de Seguros de Chile	AA-
Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A.	AA
Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A.	A+
Seguros Previsión Vida S.A.	A+

### INSTITUCIONES FINANCIERAS: TITULOS DE DEUDA

Emisor	DEPOSITOS A PLAZO		Letras de Crédito	Bonos	
	hasta 1 año	a más de 1 año		Bonos	Subordinados
American Express Bank Ltd.	Nivel 1	AA-			
Banco Bice	Nivel 1	AA	AA	AA	AA-
Banco de Crédito e Inversiones	Nivel 1	AA	AA	AA	AA-
Banco de Chile	Nivel 1	AA+	AA+	AA+	AA
Banco de la Nación Argentina	Nivel 2+	BBB+			
Banco del Desarrollo	Nivel 2	A	A	A	A-
Banco del Estado de Chile	Nivel 1+	AA+	AA+		AA
Banco do Brasil	Nivel 2-	BBB			
Banco do Estado de Sao Paulo	Nivel 2	BBB			
Banco Exterior Chile	Nivel 1-	A+	A+		
Banco Internacional	Nivel 2-	A-	A-		
Banco Santander-Chile	Nivel 1	AA+	AA+	AA+	AA
Banco Santiago	Nivel 1	AA	AA	AA	AA-
Banco Security	Nivel 1-	AA-	AA-	AA-	A+
Banco Sud Americano	Nivel 2	A-	A-	A-	BBB+
Banco Sudameris	Nivel 1-	A+			
Bank of America	Nivel 1	AA+			
BankBoston N.A.	Nivel 1	AA-	AA-		
Citibank N.A.	Nivel 1	AA+	AA+	AA+	
CorpBanca	Nivel 2	BBB+	BBB+		BBB
Dresdner Banque Nationale de Paris	Nivel 1	AA			
Financiera Conosur	Nivel 2+	A+			A
Republic National Bank	Nivel 1+	AA+			
The Bank of Tokyo - Mitsubishi Ltd.	Nivel 1	AA-			

### INSTITUCIONES FINANCIERAS: ACCIONES

Emisor	Acciones	Clasificación
Banco de Crédito e Inversiones	Crédito	1ª Clase Nivel 2
Banco de Chile	Chile	1ª Clase Nivel 2
Banco Santander-Chile	Santander	1ª Clase Nivel 2
Banco Santiago	Santiago	1ª Clase Nivel 2
Banco Sud Americano	Sudamer A	1ª Clase Nivel 4
SM - Chile S.A.	SM - Chile A	2ª Clase
	SM - Chile B, E	1ª Clase Nivel 2
	SM - Chile D	1ª Clase Nivel 3

### EMPRESAS DE LEASING

Emisor	Series	BONOS	
		Clasificación	Solvencia
Bandesarrollo Leasing	A: B: C	A-	A-
Forum Leasing	A	A-	BBB+
Leasing Security	BSECL-SL1 a BSECL-SL6; BSECL-SL7 a BSECL-SL10	AA-	AA-
Santiago Leasing	SCA: SEA, SEB, SEC SFA, SFB E, F, H, I SGA, SGB, SGC	AA	AA
Sudameris Leasing			A

# CLASIFICACIONES INTERNACIONALES

Standard & Poor's

El siguiente listado provee un resumen de las clasificaciones otorgadas por Standard & Poor's a emisores dentro de Latinoamérica, tanto para el largo como para el corto plazo. El término emisores incluye a todos los deudores que emiten o garantizan deuda vigente en los mercados de capitales internacionales. El listado aparece en orden alfabético por país de domicilio y abarca la mayoría de las clasificaciones de emisores vigentes en cada país de Latinoamérica.

Las consideraciones relativas al riesgo país son una parte básica del análisis de clasificación de Standard & Poor's para cualquier emisión o emisor. En este análisis, la moneda de pago de la deuda es un factor clave. La capacidad de un deudor para pagar sus obligaciones en moneda extranjera puede ser menor que su capacidad para pagarlas en moneda local debido a la menor capacidad del gobierno soberano para pagar deuda extranjera que deuda doméstica. Estas consideraciones de riesgo soberano son incorporadas en las clasificaciones asignadas a emisiones de deuda específicas. Las clasificaciones en moneda extranjera para los emisores también se distinguen de la clasificación en moneda

local, para identificar esas instancias donde los riesgos soberanos las hacen diferentes para el mismo emisor. Las clasificaciones en el presente listado son para deuda en moneda extranjera y local, a menos que se indique lo contrario.

Standard & Poor's otorga clasificaciones para los emisores de deuda en los mercados domésticos de Francia, México y Suecia tanto en la escala tradicional de clasificación de Standard & Poor's como en la escala doméstica de clasificación. Cada clasificación en el mercado doméstico evalúa la calidad crediticia del emisor en relación a la gama completa de emisores en ese mercado de capitales. Las escalas de clasificación están equilibradas para ayudar a los inversionistas y otros usuarios de las clasificaciones a discriminar entre los emisores en los mercados domésticos. ADEF, CAVAL, y Nordic utilizan la metodología de clasificación básica de Standard & Poor's, pero sus ratings pueden variar de los de Standard & Poor's. Estos últimos utilizan el marco global de análisis crediticio y pueden ser influidos por los riesgos soberanos.

Las clasificaciones son vigentes al 11 de febrero de 2000.

## LATINOAMERICA

(Clasificaciones para deuda en moneda local y extranjera, excepto en los casos mencionados)

	Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo		Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo
<b>ARGENTINA</b>							
<b>República Argentina Moneda Local</b>	<b>BBB-</b>	<b>Negativas</b>	<b>A-3</b>	Multicanal S.A.	BB+	Negativas	B
<i>Moneda Extranjera</i>	<b>BB</b>	<b>Negativas</b>	<b>B</b>	Pan American Energy LLC	BBB-	Estables	-
Acindar Industria Argentina de Aceros S.A.	B+	Negativas	-	Pérez Companc S.A. <i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Negativas	-
Aguas Argentinas SA..	BBB-	Negativas	-	SA Organización Coordinadora Argentina (OCA)	BB-	Estables	-
Alto Palermo	BB+	Negativas	-	Scotiabank Quilmes S.A. Local Currency	Bpi	-	-
Arte Gráfico Editorial Argentina, S.A.	BBB-	Negativas	-	Sideco Americana S.A.	BB	Estables	-
ASTRA Compañía Argentina de Petróleo S.A.				Supercanal Holding S.A.	D	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Watch Pos.	-	Telecom Argentina STET- France Telecom	BBB-	Estables	-
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	BB	Negativas	B	Telefónica de Argentina S.A. <i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Estables	-
Banco de la Provincia de Buenos Aires <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-	-	Transportadora Gas del Norte S.A. (TGN)	BBB-	Estables	-
Banco Francés	BB	Negativas	B	Transportadora de Gas del Sur S.A. (TGS)	BBB-	Negativas	-
Banco Hipotecario Nacional	BB-	Negativas	B	Ultrapetrol (Bahamas) Ltd.	BB-	Negativas	-
Banco Río de la Plata S.A.	BB+	Negativas	B	YPF Sociedad Anónima <i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Watch Pos.	-
Buenos Aires (Ciudad de)	BB-	Estables	-				
Buenos Aires (Provincia de) <i>Moneda Extranjera</i>	BB	Negativas	-	<b>BOLIVIA</b>			
CableVisión S.A.	BB	Negativas	B	<b>República de Bolivia Moneda Local</b>	<b>BB+</b>	<b>Estables</b>	<b>B</b>
Caja de Valores S.A.	BBB-	Negativas	A-3	<i>Moneda Extranjera</i>	<b>BB-</b>	<b>Estables</b>	<b>B</b>
Camuzzi Argentina S.A.	BB	Estables	-	Banco Mercantil SA.	B+	Estables	B
Camuzzi Gas del Sur S.A.	BBB-	Estables	-	Banco Santa Cruz SA.	BB-	Estables	B
Camuzzi Gas Pampeana S.A.	BBB-	Negativas	-	Banco Solidario SA.	B+	Estables	B
CAPEX S.A.	BB	Negativas	-				
CEI Citicorp Holdings S.A.	BB-	Watch Pos.	-	<b>BRASIL</b>			
Compañía de Alimentos Fargo S.A.	BB-	Negativas	-	<b>República Federal de Brasil Moneda Local</b>	<b>BB-</b>	<b>Estables</b>	<b>B</b>
Compañía de Radiocomunicaciones Móviles S.A.	BBB-	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	<b>B+</b>	<b>Estables</b>	<b>B</b>
Compañía de Transporte de Energía Eléctrica de Alta Tensión S.A.	BBB-	Estables	-	ALCOA Aluminio S.A. <i>Moneda Local</i>	BBB-	Estables	-
Compañía de Inversiones en Telecomunicaciones S.A.	BB	Watch Pos.	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-
Compañía Latinoamericana de Infraestructura & Servicios S.A. (CLICSA)	B+	Estables	-	Americel S.A.	B	Negativas	-
Coto C.I.C. S.A.	BB-	Estables	-	Aracruz Celulose S.A. <i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	-
CTI Holdings S.A.	B+	Positivas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-
Disco S.A.	BB	Estables	-	Bahia (Estado de) <i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-
Empresa Distribuidora Sur S.A. (Edesur)	BBB-	Estables	-	Banco Bozano, Simonsen S.A. <i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Edenor S.A.	BBB-	Estables	-	Banco Bradesco S.A. <i>Moneda Local</i>	BB-pi <sup>1</sup>	-	-
HSBC Banck Argentina S.A. <i>Moneda Extranjera</i>	BB	Negativas	B	Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB)			
IMSAC S.A.	B+	Negativas	-	<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	B
Impsat Corp.	B+	Negativas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	B
Industrias Metalúrgicas Pescarmona SAIC y F	B+	Negativas	-	Banco Itau S.A. <i>Moneda Local</i>	BB-pi <sup>1</sup>	-	-
Inversora Eléctrica de Buenos Aires S.A.	B+	Negativas	-	Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social			
IRSA Inversiones y Representaciones S.A.	BB	Estables	-	<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	-
Mastellone Hermanos S.A.	B+	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-
Mendoza (Provincia de)	BB-	Estables	-	Banco Real S.A. <i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.	BB+	Negativas	B	Banco Safra S.A. <i>Moneda Local</i>	BB-pi <sup>1</sup>	-	-
Metrogas S.A.	BBB-	Negativas	-	Ceval Alimentos S.A. <i>Moneda Extranjera</i>	BB-	Estables	-
				Compañía de Electricidad de Rio de Janeiro			
				<i>Moneda Local</i>	BB-	Negativas	-
				<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Negativas	-

# Clasificaciones Internacionales

## Standard & Poors

(Clasificaciones para deuda en moneda local y extranjera, excepto en los casos mencionados)

	Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo		Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo
Compañía de Saneamiento Básico del Estado de Sao Paulo				Corporación Nac. del Cobre de Chile	AA-	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	A-	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-	Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	BB-	Negativas	-
Compañía Siderúrgica Paulista S.A.	B	Watch Dev.	-	Embotelladora Andina S.A.	BBB+	Estables	-
Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.				Embotelladora Arica S.A.	BBB	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BB-	Watch Neg.	-	Empresa Eléctrica Guacolda S.A.	BBB-	Negativas	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Watch Neg.	-	Empresa Eléctrica Pehuenche S.A.	BBB+	Estables	-
Espirito Santo Centrais Elétricas	BB-	Estables	-	Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Endesa) Chile	A-	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	-	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL)	BBB-	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-	Empresa Nac. del Petróleo-Chile	A-	Estables	-
Estado de Ceara	B+	Estables	-	Empresas CMPC S.A.	A-	Negativas	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-	Empresas Iansa S.A.	BBB	Estables	-
Globocabo S.A.	BB-	Negativas	-	Enerjis S.A.	A	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	A-	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	B	Gener S.A.	BBB+	Estables	-
HSBC Bamerindus Seguros S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-	Sociedad Química y Minera de Chile, S.A.	BBB+	Estables	-
HSBC Bank Brasil S.A.	BB-	Estables	B				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	B				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	B				
Industrias Klabin de Papel e Celulose S.A.(IKPC)							
<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
IRB-Brasil Reaseguros S.A.	BB-pi <sup>1</sup>	-	-				
LIGHT Servicios de Electricidad S.A.	BB-	Estables	-				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Localiza Rent a Car S.A.	BB-	Estables	-				
<i>Moneda Local</i>	BB-	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
MRS Logística S.A.	BB-	Negativas	-				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Net Sat Servicios Ltda.	B-	Estables	-				
Radio e Televisao Bandeirantes S.A.	CCC+	Negativas	-				
Radio Educadora de Campinas Ltda.	B-	Estables	-				
RBS Participacoes S.A.	BB-	Negativas	-				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Rossi Residencial S.A.	BB-	Negativas	-				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Ciudad de Rio de Janeiro	B+	Estables	-				
SADIA Concordia S.A. Industria Comercio							
<i>Moneda Local</i>	BB+	Negativas	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Tevecap S.A.	D	-	-				
Trikem S.A.	B+	Watch Neg.	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Watch Neg.	-				
TV Filme Inc.	D	-	-				
TV Globo Ltda.	BB	Negativas	-				
<i>Moneda Local</i>	BB	Negativas	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				
Unibanco - Uniao De Banco Brasileiros S.A.							
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	B				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	B				
Votorantim Group	BBB-	Negativas	-				
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-				
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-				

### COLOMBIA

República de Colombia	BBB+	Estables	A-2
<i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	B
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	B
Bancafe, S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Banco Colpatria S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Banco de Bogotá S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Bancolombia	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. (BANCOLDEX)	BB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Banco Ganadero S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Extranjera</i>	Bpi <sup>1</sup>	-	-
Banco Popular S.A.	Bpi <sup>1</sup>	-	-
<i>Moneda Local</i>	B+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Estables	-
Celumovil, S.A.	B+	Estables	-
Comunicación Celular S.A. (Comcel)			
<i>Moneda Extranjera</i>	B+	Negativas	-
Emp. Colombiana de Petróleos	BB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Empresa de Energía del Pacifico S.A. ESP			
<i>Moneda Local</i>	BBB	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Empresas Municipales de Cali S.A.	B+	Watch Neg.	-
Financiera Energética Nacional	BB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Instituto de Fomento Industrial	BB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Interconexión Eléctrica S.A.	BBB+	Watch Neg.	-
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Watch Neg.	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-
Occidente y Caribe Celular S.A.	B+	Negativas	-
Santa Fe de Bogotá, Distrito Capital	BBB-	Negativas	-
<i>Moneda Local</i>	BBB-	Negativas	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Negativas	-
Transtel	B	Estables	-

### EL SALVADOR

República de El Salvador	BBB+	Estables	A-2
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	A-2
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	B
El Salvador Energy Holdings	BBB-	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BBB-	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Estables	-

### MEXICO

Estados Unidos Mexicanos	BBB+	Estables	A-2
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	A-2
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	B
Afanzadora Insurgentes S.A. de CV	BBB+	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BBB+	Estables	-
Agrobios, S.A. de C.V.	BB+	Watch Dev.	-
<i>Moneda Local</i>	BB+	Watch Dev.	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-
Alestra S. de R.L.de C.V.	BB-	Estables	-
Altos Hornos de México, S.A. de C.V.	D	-	-
Apasco S.A. de C.V.	BBB+	Estables	-
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-
Axa, S.A. de C.V.	BB	Estables	-
Azteca Holdings, S.A. de C.V.	B-	Negativas	-

# Clasificaciones Internacionales

## Standard & Poors

<i>(Clasificaciones para deuda en moneda local y extranjera, excepto en los casos mencionados)</i>	Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo	Clasificación Largo Plazo	Perspectivas	Clasificación Corto Plazo
Banca Serfin <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-	-	Pepsi-Gemex, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB-	Estables
Banco Inbursa S.A. <i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	B	<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	B	Petróleos Mexicanos (PEMEX) <i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas
Banco Internacional <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-	-	Pliana Holdings S.A. de CV	B+	Estables
Banco Mercantil del Norte S.A. <i>Moneda Local</i>	BB	Estables	B	Raintree Resorts International, Inc.	B-	Estables
Banco Nacional de México S.A. (BANAMEX)				Reaseguros Alianza, S.A. <i>Moneda Local</i>	BBBpi	-
<i>Moneda Local</i>	BB+	Negativas	B	Satélites Mexicanos S.A. de CV	B+	Estables
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	B	Seguros Comercial América <i>Moneda Local</i>	BBB	Positivas
Banco Santander Mexicano <i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	B	Seguros Monterrey Aetna S.A. <i>Moneda Local</i>	BBB	Watch Pos.
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	B	Teléfonos de México, S.A. de C.V.		
Bancomer S.A. <i>Moneda Local</i>	BB+	Negativas	B	<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	B	TFM S. de R.L. de C.V.	BB-	Estables
Bepensa S.A. de CV	B+	Positivas	-	Tolmex S.A. de C.V.	BB+	Estables
Bufete Industrial S.A.	D	-	-	Transportación Marítima Mexicana, S.A. de C.V.	BB-	Watch Neg.
Cemex S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	-	TV Azteca S.A. de C.V.	B+	Negativas
Comisión Federal de Electricidad (CFE)				Unik, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB	Estables
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	Vitro, S.A.	BB	Positivas
Consortio Hogar, S.A. de C.V.	BB-	Estables	B			
Controladora Comercial Mexicana S.A. CV				<b>PANAMA</b>		
<i>Moneda Local</i>	BB+	Estables	-	<b>República de Panamá <i>Moneda Local</i></b>	BB+	Negativas
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Negativas
Controladora Mabe S.A. CV <i>Moneda Local</i>	BBB	Estables	-	Banco General, S.A.	BBB-	Estables
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	Banco Latinoamericano de Exportaciones S.A.	BBB	Estables
Coca-Cola Femsa, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB	Estables	-	Panamerican Beverages, Inc	BBB-	Estables
<i>Moneda Extranjera</i>	BB+	Positivas	-			
Copamex Industrias, S.A. de C.V.	BB	Estables	-	<b>PARAGUAY</b>		
Desc, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB-	Estables	-	<b>República de Paraguay <i>Moneda Local</i></b>	BB-	Negativas
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B	Negativas
Empresas ICA Sociedad Controladora S.A. de C.V.	B+	Watch Neg.	-			
Fianzas Monterrey Aetna S.A. <i>Moneda Local</i>	BB	Watch Dev.	-	<b>PERU</b>		
Girsa, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB-	Estables	-	<b>República de Perú <i>Moneda Local</i></b>	BBB-	Estables
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Estables
Gruma S.A. de CV.	BB+	Negativas	-	Banco Continental <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-
Grupo Azucarero Mexico S.A. de CV	B-	Estables	-	Banco de Crédito del Perú <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-
Grupo Elektra, S.A. de C.V.	B+	Estables	-	Bancosur <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-
Grupo Imsa S.A. de CV <i>Moneda Local</i>	BBB-	Watch Neg.	-	Banco Internacional del Perú <i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Watch Neg.	-	Banco Santander Perú <i>Moneda Local</i>	BBpi <sup>1</sup>	-
Grupo Industrial Bimbo, S.A. de C.V. (GIBSA)				Banco Wiese <i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-
<i>Moneda Local</i>	A-	Estables	-			
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Positivas	-	<b>URUGUAY</b>		
Grupo Industrial Durango S.A. de C.V. (GIDUSA)	BB-	Negativas	-	<b>República de Uruguay <i>Moneda Local</i></b>	BBB+	Estables
Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	BB	Estables	-	<i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Estables
Grupo Minero México S.A. de C.V.	BB	Estables	-	Banco Comercial S.A.	BBB-	Negativas
Grupo Televisa S.A.	BB	Estables	-			
Grupo de Transportación Ferroviaria				<b>VENEZUELA</b>		
Mexicana S.A. de CV	BB-	Estables	-	<b>República de Venezuela</b>		
Grupo Tribasa, S.A. de C.V.	SD	-	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B	Estables
Hylsa S.A. de CV	BB	Watch Neg.	-	Banco Mercantil C.A., S.A.C.A. <i>Moneda Local</i>	Bpi <sup>1</sup>	-
Industrias Peñoles, S.A. de C.V. <i>Moneda Local</i>	BBB	Estables	-	Banco Provincial S.A.	B	Estables
<i>Moneda Extranjera</i>	BB	Estables	-	Compañía Anónima Nacional de Teléfonos		
Innova, S. de R.L.	B-	Estables	-	de Venezuela, S.A. <i>Moneda Extranjera</i>	B	Estables
Ispat Mexicana S.A. de C.V.	BB	Negativas	-	Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA)		
Jafra Cosmetics Internacional	B	Positivas	-	<i>Moneda Extranjera</i>	B	Estables
Kimberly-Clark de Mexico S.A. de C.V.						
<i>Moneda Local</i>	BBB+	Estables	-			
<i>Moneda Extranjera</i>	BBB-	Positivas	-			

### Notas

1. Las clasificaciones 'pi' están basadas en un análisis del emisor con información financiera pública, así como información adicional de dominio público. Las clasificaciones, sin embargo, no reflejan reuniones de análisis en profundidad con la administración de la empresa, ni incorporan material de dominio no público. Por lo tanto, están basadas en información menos comprensiva que las clasificaciones sin 'pi'. Las clasificaciones seguidas de 'pi' son revisadas anualmente según los estados financieros anuales, pero pueden ser revisadas antes si ocurre un evento que pueda afectar la calidad crediticia del emisor. Las clasificaciones con 'pi' no son modificadas con '+' o '-', ni tampoco se le otorgan perspectivas como tampoco pueden formar parte de los emisores en CreditWatch.

## ASPECTOS BASICOS

Feller Rate clasifica tanto la solvencia de las empresas, como los instrumentos emitidos por ellas.

## SOLVENCIA

La clasificación de solvencia es producto de un análisis tanto cuantitativo como cualitativo de información pública de la compañía, como de aquella provista voluntariamente por ella. El procedimiento incluye reuniones con la administración superior de la empresa y, según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas y de control.

La evaluación implica el estudio del riesgo de la industria donde se inserta la empresa, de su posición competitiva y su situación financiera. También se examinan con detención su estructura administrativa y de propiedad, y sus perspectivas y proyecciones.

Toda clasificación de Feller Rate se basa en la evaluación de la solvencia de la empresa. Esta refleja el comportamiento esperado de la entidad en el pago de las obligaciones en los términos y plazos pactados.

## INSTRUMENTOS

Las clasificaciones de los instrumentos se basan tanto en la clasificación de la solvencia, como en las características de los títulos emitidos. Bonos, efectos de comercio, acciones, cuotas de fondos de inversión y obligaciones con los asegurados, se clasifican de esta forma, incorporando a la clasificación de la solvencia el mayor o menor riesgo que implica su emisión.

## PERSPECTIVAS

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

*Positivas:* la clasificación puede subir.

*Estables:* la clasificación probablemente no cambie.

*A la baja:* la clasificación puede bajar.

*En desarrollo:* la clasificación puede subir o bajar.

## INSTITUCIONES FINANCIERAS

Aspectos fundamentales son aquellos relacionados con la propiedad de la empresa, su estructura administrativa y organizacional. También aquellos que definen su posición dentro de la industria, tales como eficiencia, participación de mercado, nichos, mercados objetivos, infraestructura, sucursales y filiales. En lo que se refiere a situación financiera, Feller Rate considera la movilización de recursos, la estructura de activos, niveles de rentabilidad, adecuación de capital y administración financiera, entre otros elementos. Una parte fundamental en la evaluación la constituye todo lo que se refiere a las políticas y procedimientos de administración de créditos, factor que Feller Rate estudia con especial énfasis.

## CORPORACIONES NO FINANCIERAS

La metodología considera, entre otros aspectos, una evaluación del riesgo de la industria donde se desenvuelve la entidad. Este incluye el análisis de las barreras de entrada y salida, la rivalidad entre competidores, el poder de consumidores y proveedores, y la sensibilidad de la industria.

La evaluación de la solvencia comprende también el examen de las características de la administración y propiedad, considerando el mayor o menor aporte que realizan para el fortalecimiento de la empresa.

El estudio de la situación financiera permite determinar el grado de fortaleza de la compañía para enfrentar sus obligaciones. Básicamente, se toman en cuenta indicadores como la cobertura de intereses, estabili-

dad en la rentabilidad de activos y otros indicadores adicionales.

Otros aspectos, tales como la posición en la industria y las perspectivas y proyecciones de la empresa, permiten a Feller Rate otorgar una clasificación a la solvencia de la compañía. Esta es, en esencia, una ponderación de los factores señalados y corresponde a la opinión sobre la capacidad de pago de la entidad en el mediano y largo plazo.

## COMPAÑIAS DE SEGUROS

Dentro de los aspectos cuantitativos, se hace un examen histórico y comparativo de los indicadores que describen la solvencia de una compañía. Entre estos se encuentran los indicadores de cobertura, endeudamiento, prima retenida a patrimonio, rentabilidad, inversiones y operación. El análisis cualitativo incluye un examen de las políticas de reaseguro, la gestión de la administración, su posición en la industria y las características de su administración y propiedad.

Posteriormente, se hace un análisis de sensibilidad de modo de verificar la capacidad de la compañía para enfrentar eventos desfavorables.

## CLASIFICACION DE TITULOS DE OFERTA PUBLICA

### BONOS

La clasificación de riesgo de los bonos emitidos por una empresa considera como factor fundamental la clasificación asignada a la solvencia de una compañía. Esta clasificación puede ser modificada dependiendo de las características del contrato de emisión, que pueden determinar un menor o mayor riesgo en la capacidad de pago de la compañía. En este sentido, Feller Rate estudia los resguardos que presenta el instrumento y sus garantías.

### ACCIONES

La clasificación de riesgo de acciones es una opinión sobre la predictibilidad de los flujos futuros. Para estos efectos, Feller Rate analiza la estabilidad en la rentabilidad del emisor, la volatilidad en los retornos de los títulos, su liquidez y otros factores que puedan influir en sobre el valor de la acción. Todo esto, junto a la clasificación de la solvencia del emisor, determina la clasificación final de los títulos.

### CUOTAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

La clasificación de riesgo de las cuotas es una opinión sobre la probabilidad que la administradora cumpla su promesa de administrar los recursos del fondo, conforme con lo estipulado en la regulación y, en especial, en el reglamento interno del fondo y los documentos que lo complementen.

Feller Rate analiza cuatro aspectos principales: objetivos y políticas de inversión; calificación técnica de la sociedad administradora y su capacidad administrativa, calidad de inversiones del fondo y su grado de conformidad con los objetivos y políticas de inversión; el grado de madurez alcanzado por el fondo en cuanto a tamaño, estructura de la cartera de inversiones, dispersión y liquidez de las cuotas.

### BONOS DE SECURITIZACIÓN

La clasificación de este tipo de bonos significa evaluar la capacidad de los activos del patrimonio separado para generar los fondos suficientes para pagar a cabalidad los flujos prometidos. En este sentido, la solvencia de la empresa emisora es irrelevante, y se considera solamente la estructura financiera de los activos que constituyen el patrimonio separado y su compatibilidad con la estructura de los bonos. Los flujos generados por los activos son sometidos a "stress" ante diferentes escenarios, con lo que se determina su capacidad de pago. Factores relevantes al momento de determinar los flujos de los activos son la evaluación de su calidad crediticia, a través del proceso de originación y las características específicas de los activos.

En este tipo de bonos, también se consideran relevantes los resguardos y garantías que presenten los títulos.

## BONOS DE CONCESIONES DE INFRAESTRUCTURA

Como en toda clasificaci3n de instrumentos de deuda, en el caso de un bono de concesi3n vial, lo esencial es determinar la capacidad de la empresa concesionaria para servir a cabalidad los flujos comprometidos. Se enfatiza la demanda de tráfico como el factor más importante para el éxito de una concesi3n y, por lo tanto, de la capacidad de pago de las obligaciones del concesionario. Cuando existen garantías estatales relativas a ingresos mínimos, estas son incorporadas en la determinaci3n de los flujos futuros. Otros elementos claves incluyen las necesidades de capital, calidad de la administraci3n y propietarios, y los resguardos y garantías establecidos tanto en el contrato de emisi3n, como en el marco regulatorio y el contrato de otorgamiento de la concesi3n.

## FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

Lo esencial en un financiamiento de proyectos es que sus flujos sean capaces de servir a cabalidad la deuda. El enfoque es mirar el proyecto como un ente autónomo, autosostenido, sin perjuicio de eventuales mejoramientos crediticios.

En la clasificaci3n de riesgo, lo básico es determinar la fortaleza y estabilidad de los flujos de ingresos y gastos durante toda la vida de la deuda. Tanto en la etapa pre-operativa como en la operativa, el análisis se centra en la predictibilidad de los flujos.

En la etapa operativa, lo más relevante usualmente es la predictibilidad de los ingresos. En la etapa pre-operativa los elementos claves son los sobrecostos y atrasos en relaci3n con lo planificado. Los proyectos que alcanzan una clasificaci3n en grado inversi3n normalmente traspasan a terceros todos los riesgos relevantes en la etapa pre-operativa, salvo algunos muy acotados y de baja probabilidad de ocurrencia. La idea fundamental es asegurar que, aún bajo escenarios de sobrecostos o atrasos, existirán fondos suficientes para servir las deudas.

## NOMENCLATURA DE CLASIFICACION

### DEUDA DE LARGO PLAZO

**AAA** Instrumentos con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**AA** Instrumentos 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.

**A** Instrumentos con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**BBB** Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**BB** Instrumentos con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse 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 del capital.

**B** Instrumentos con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable susceptible de debilitarse 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 del capital.

**C** 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.

**D** 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.

**E** Instrumentos cuyo emisor no posee informaci3n suficiente o representativa para el periodo mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Para las categorías de riesgo entre AA y B, Feller Rate utiliza la nomenclatura (+) y (-), para mostrar posiciones relativas dentro de las principales categorías.

### DEUDA DE CORTO PLAZO

**Nivel 1 (N-1)** Instrumentos con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

**Nivel 2 (N-2)** Instrumentos con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

**Nivel 3 (N-3)** Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

**Nivel 4 (N-4)** Instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificarse en los niveles N-1, N-2 o N-3.

**Nivel 5 (N-5)** Instrumentos cuyo emisor no posee informaci3n representativa para el periodo mínimo exigido para la clasificaci3n y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones entre Nivel 1 y Nivel 3, la Clasificadora puede agregar (+) o (-) para mostrar posiciones relativas de riesgo dentro de las categorías.

### ACCIONES Y CUOTAS DE FONDOS DE INVERSI3N

**Primera Clase Nivel 1** Títulos con la mejor combinaci3n de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 2** Títulos con una muy buena combinaci3n de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 3** Títulos con una buena combinaci3n de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Primera Clase Nivel 4** Títulos accionarios con una razonable combinaci3n de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Segunda Clase (Nivel 5)** Títulos accionarios con una inadecuada combinaci3n de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Sin Informaci3n Suficiente (SIS)** Títulos accionarios cuyo emisor no presenta informaci3n representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Finalmente, Feller Rate distingue los instrumentos emitidos por las empresas entre aquellos que se consideran grado inversi3n y aquellos considerados como grado especulativo. Para la deuda de largo plazo, son grado de inversi3n todos los títulos que tengan una clasificaci3n superior a BBB-. En el caso de deuda de corto plazo, el límite inferior es Nivel 4.