
Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

Este documento muestra el enfoque aplicado por ICR para clasificar el riesgo de compañías holdings y sus filiales. Los términos “compañía holding” (holding) y “compañía matriz” (matriz) son similares, con una excepción: normalmente, el holding no tiene operaciones y está diseñado sólo para mantener inversiones en sus filiales, mientras que una matriz puede tener un rol más relevante en las operaciones del grupo, manteniendo también inversiones en filiales. El término “a nivel corporativo” se refiere tanto al holding como a matriz, pero siempre a nivel individual.

Los criterios de clasificación están creados con el fin de evaluar la solvencia de un holding y no sus instrumentos de deuda pública. Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía, dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, por naturaleza, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito de un holding se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (1) el riesgo financiero/de liquidez del holding, (2) la fortaleza financiera de sus principales filiales, (3) las relaciones contractuales y legales entre los miembros del grupo económico y (4) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding (ver Anexo).

Dado que los factores antes comentados varían significativamente entre holdings, ICR ha agrupado ejemplos en 4 categorías. El Grupo I incluye ejemplos donde el holding tendría el mismo nivel de solvencia que las filiales. Los Grupos II y III incluyen ejemplos donde al holding se le asigna una clasificación de riesgo menor o mayor que la de sus filiales, dependiendo de las circunstancias. El Grupo IV incluye ejemplos de acuerdos legales o contractuales, como estructuras de ring-fencing o garantías.

El Anexo incluye consideraciones generales que deben ser tomadas en cuenta al evaluar holdings, incluyendo la lógica fundamental del holding, su estructura, aspectos cualitativos y estados financieros. Estas consideraciones sustentan el enfoque analítico descrito en los ejemplos que se muestran a continuación.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente: primero, se analiza la estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada), lo que correspondería al Grupo I, o si los miembros del grupo operan de manera independiente, lo que sería un ejemplo de los Grupos II y III. Para que una compañía pertenezca al Grupo I, debe existir evidencia que muestre que un acreedor no puede ser subordinado de ninguna manera dentro del grupo

Compañías de los Grupos II y III, son normalmente aquellas que tienen separación legal y funcional de sus filiales, donde la clasificación de riesgo final refleja a las distintas unidades de negocios. En este caso, el primer objetivo es determinar la clasificación de solvencia para cada una de las filiales, utilizando las metodologías de ICR que correspondan. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado de ser necesario y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste en la clasificación puede obedecer a muchos factores, sin embargo la subordinación estructural es generalmente el factor más relevante (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores del holding). Usualmente, esto deriva en que el rating del holding sea ajustado a la baja en un notch.

Adicionalmente, el ajuste de la clasificación final puede deberse a otros factores, incluyendo: (1) flujo de caja que el holding puede recibir desde sus filiales y el grado de control que éstas pueden ejercer sobre las políticas de dividendos, (2) filiales que no son 100% controladas, (3) un gran número filiales y muy alta diversidad entre ellas, (4) holdings capaces de crear valor por propia cuenta, (5) nivel de endeudamiento del holding superior al 20% del capital individual y (6) garantías, cross-default, u otros covenants (ver Anexo para mayor información).

Grupo I – Crédito Consolidado

- Para conglomerados financieros que están operacional y/o financieramente integrados o unidos a través de garantías cruzadas (existencia de posibles defaults colectivos), se espera que cada entidad clasificada dentro del grupo tenga la misma clasificación de solvencia.
- La clasificación de solvencia de cada miembro del grupo corresponderá a un rating compuesto por el riesgo de crédito del grupo como un todo.
- En estos casos, se analizan los estados financieros consolidados. La clasificación de solvencia se convertirá en el punto de referencia de los instrumentos de deuda.

Grupo II - Holding – Con Subordinación Estructural

- Holdings y filiales operacional y/o financieramente separadas, tendrán distinta clasificación de solvencia que la de sus filiales operativas.
- La clasificación de riesgo de solvencia de cada filial será determinada utilizando la metodología de clasificación de ICR que corresponda, según el tipo de industria al que pertenezca.

CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN

Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018



- La clasificación de solvencia del holding puede ser inferior al rating ponderado de sus filiales, principalmente debido a: (1) el grado de soporte entregado por sus filiales/inversiones, (2) subordinación estructural/legal, (3) doble leverage y (4) otros factores discutidos más adelante.
- Generalmente, los holdings son analizados separadamente de sus filiales, utilizando sus estados financieros individuales.

Grupo III – Holding – Sin Subordinación Estructural

- Holdings y filiales operacional y/o financieramente separadas, tendrán distinta clasificación de solvencia que la de sus filiales operativas.
- La clasificación de riesgo de solvencia no será disminuida respecto al ponderado de sus principales filiales, pudiendo de hecho aumentarse por encima de las clasificaciones de riesgo de sus filiales, basado en la presencia de factores positivos, discutidos más adelante.

Grupo IV – Impacto del holding en sus filiales

- Otras situaciones, distintas a las ya mencionadas, donde la presencia de acuerdos legales o contractuales, como ring-fencing o garantías, pueden tener impacto en la clasificación de las filiales.

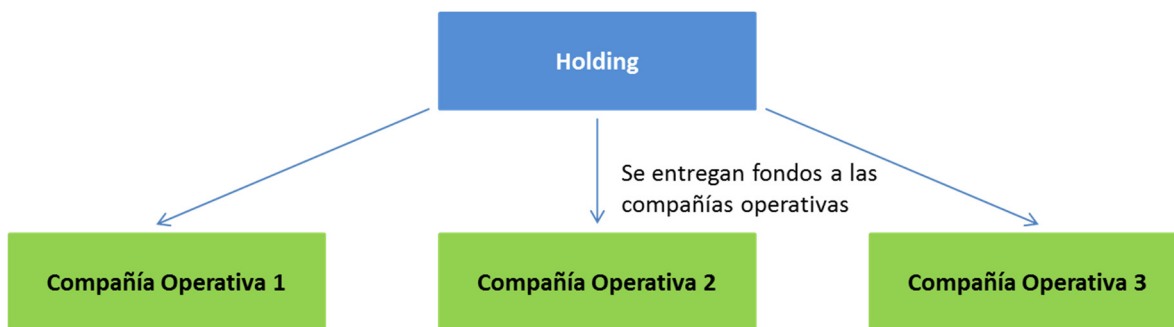
Ejemplos

Los ejemplos que se muestran a continuación ilustran cómo ICR asignará una clasificación de riesgo tomando como base varios tipos de holdings, en cada uno de los 4 grupos. Los casos detallados a continuación, exponen las situaciones más comunes y, en conjunto con los comentarios de la Introducción y el Anexo, proveen un marco de análisis para la clasificación de riesgo.

GRUPO I – CRÉDITO CONSOLIDADO

Estos conglomerados son considerados una única unidad de crédito consolidado y están operacional/financieramente integradas o unidas mediante la utilización de garantías cruzadas. Los Casos I a. hasta I c. proveen ejemplos de estas situaciones.

Caso I a. Holding entrega fondos a filiales



El holding solicita préstamos y luego los distribuye a sus filiales. Esta estructura se utiliza generalmente cuando una organización pretende centralizar y controlar el endeudamiento total. Las filiales pueden estar restringidas de endeudarse – en montos relevantes – debido a la presencia de covenants. Mientras que algunos tipos de endeudamiento a nivel de filial pueden ser permitidos (tales como la deuda bancaria con fines de financiamiento de capital de trabajo), usualmente se limita a montos bajos y cortos períodos de tiempo. Dado que no existen acreedores significativos a nivel de filiales, los acreedores del holding tienen acceso al valor de las filiales ante la eventualidad de default.

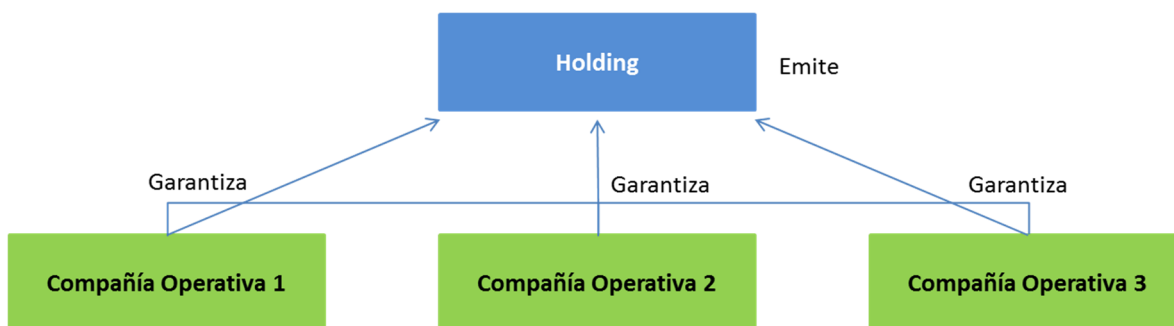
Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018

Enfoque Analítico: la clasificación de riesgo del holding refleja la fortaleza financiera de las filiales operativas en su conjunto, asumiendo que éstas están restringidas de endeudarse por su cuenta, excepto en montos pequeños. No existe reducción en la clasificación de riesgo debido a subordinación estructural, salvo que la deuda de las filiales se vuelva significativa.

Caso I b. Filiales Operativas garantizan deuda de Holding



Tanto el holding como las filiales operativas emiten deuda. Para prevenir la subordinación estructural, las filiales garantizan la deuda emitida por el holding.

Enfoque Analítico: Cuando la deuda del holding se encuentra garantizada, la clasificación de solvencia del holding será igual al rating (ponderado) de las filiales, sin subordinación estructural.

Caso I c. Combinación Holding / Filial Operativas

En este caso particular, la matriz es una compañía operativa (esto es, posee operaciones por su cuenta, a la vez que mantiene acciones de una o más filiales) y posee un porcentaje significativo en la propiedad de la filial (o filiales). La matriz y la filial pueden operar en negocios similares, sin embargo, no es necesario que este sea el caso.



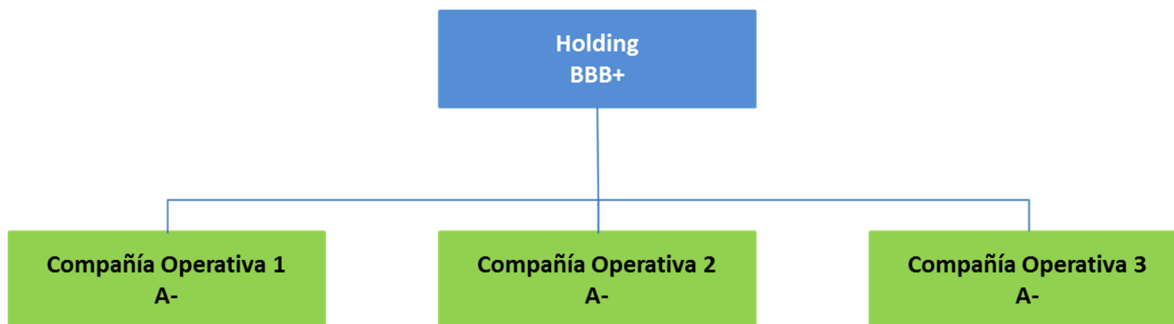
Enfoque Analítico: Inicialmente, ICR considerará la fortaleza crediticia tanto de la matriz operativa como de la filial operativa, utilizando la metodología apropiada que corresponda. ICR analizará la fortaleza financiera de la matriz utilizando sus estados financieros individuales, los que muestran los dividendos percibidos desde su filial (s) operativa (s). En ciertas ocasiones, el flujo de dividendos pagados desde la filial hacia la matriz podría no representar el real flujo de caja que la filial podría llegar a representar. De esta manera, ICR ajustará, hacia arriba o hacia abajo, el EBITDA de la matriz, con el fin de reflejar el soporte financiero adicional (o riesgo financiero adicional) con que la filial contribuye. Factores como el crecimiento potencial de la filial, su nivel de endeudamiento, los covenants que restringen la toma de deuda o la presencia de cualquier restricción regulatoria, entre otras, será analizada por ICR antes de realizar dichos ajustes.

GRUPO II – HOLDING – SUBORDINACIÓN ESTRUCTURAL

Corresponden a conglomerados donde la matriz y sus filiales tienen diferentes riesgos de crédito, y por lo tanto clasificaciones de riesgo separadas. Aquí, las entidades deben ser analizadas individualmente, aunque considerando que pertenecen a un mismo conglomerado.

En estos casos, es fundamental entender la relación de la matriz con sus filiales. Aquí, la deuda de la filial tiene prelación de pago respecto a la deuda de la matriz, vale decir, los acreedores de las filiales poseen prioridad sobre los activos y flujos de éstas, en caso de default. También es importante confirmar que los acreedores de las filiales no posean derechos sobre los activos y flujos de la matriz.

Caso II. Estructura Tradicional



Enfoque Analítico: La deuda de la matriz es generalmente clasificada de manera más baja que el rating ponderado de las filiales, en al menos un notch (debido a la subordinación estructural). En este caso, los acreedores de la matriz se encuentran un nivel más abajo que los acreedores de las filiales, respecto al acceso a los activos y flujos de caja a nivel operacional (asumiendo que no existen garantías intercompañías).

Si el nivel de deuda de la matriz, a nivel individual, no supera el 30% de la estructura de capital, entonces la diferencia de clasificación entre la matriz y la filial será de un notch. A medida que el ratio aumenta sobre 30%, la diferencia de un notch podría ser insuficiente. En el caso de matrices con niveles de deuda superior al 40% de su estructura de capital, la diferencia en la clasificación de la matriz respecto a la filial debiese ser superior a un notch. ICR considerará este indicador en conjunto con otros factores, evaluando caso a caso (ver caso IV d. para situaciones en que la deuda de la matriz es excesiva).

Cuando una filial no posea deuda e ICR estime que ésta no tiene planes de solicitar préstamos al corto-mediano plazo, podría ser razonable que la matriz y las filiales tengan la misma clasificación de riesgo dado que no existirá subordinación de la deuda de la matriz respecto a la de su filial. Para que ICR evalúe estos casos, las filiales (sin deuda) deberán ser relativamente grandes y 100% controladas por la matriz.

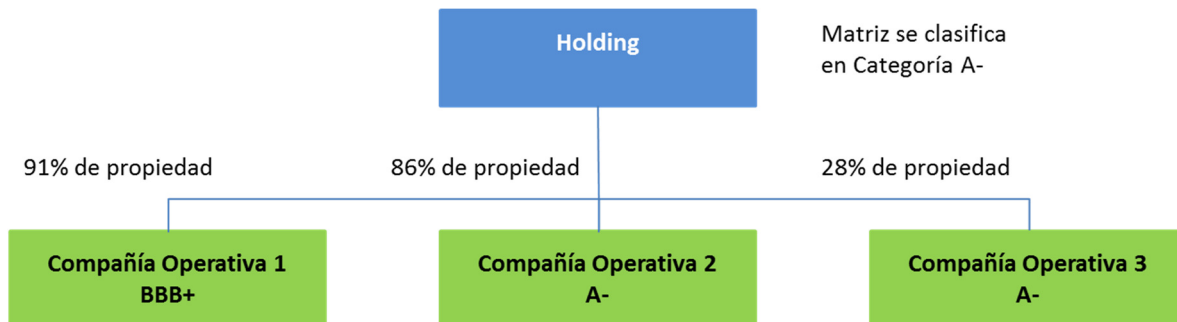
En el caso de grupos bancarios, la aplicación de este criterio (y del caso IV d.) implica que la mayoría de los holdings bancarios son clasificados con un notch menos que el banco operativo.

GRUPO III – HOLDING – SIN SUBORDINACIÓN ESTRUCTURAL

Aquí, la solvencia de la matriz sería clasificada en una categoría superior a lo normal, dada la fortaleza crediticia de sus filiales/inversiones. El mayor rating se basa en la presencia de un número de factores positivos adicionales. El peso de estos factores es determinado exclusivamente por ICR, para asegurar que las mejoras son claramente beneficiosas y pueden generar diferencias respecto a los casos revisados en el Caso II.

Caso III a. Estructura de Conglomerado

La matriz posee filiales de todo tipo. Tanto la matriz como las filiales operativas se endeudan a través de acreedores externos, como en el Caso II. En este caso, el rating de la matriz iguala o supera los ratings de sus filiales, debido a factores que disminuyen el riesgo de crédito.



Enfoque Analítico: Inicialmente, ICR determinará la clasificación de riesgo para cada una de las filiales operativas de forma independiente. Hecho esto, se establece un rating ponderado. Dependiendo del análisis de los factores que a continuación se mencionan, la clasificación de riesgo de la matriz podría ser igual o superior al rating ponderado de sus filiales, basado en la siguiente revisión:

- Endeudamiento de la matriz a nivel individual. Niveles de deuda inferiores al 20% del capital podrían generar presión al alza en el rating. Por el contrario, un endeudamiento superior al 30% a nivel individual puede acotar el rating de la matriz, respecto a la clasificación ponderada de las filiales.
- Liquidez disponible como soporte de crédito (líneas de crédito comprometidas, grado de liquidez de sus activos y otros).

Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

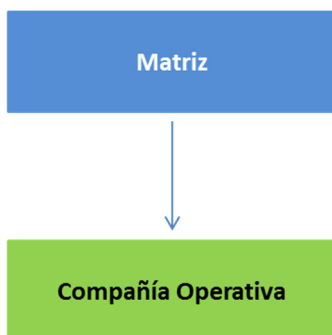
Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018

- Flujo de caja recibido desde las filiales, y cobertura de los requerimientos de caja de la matriz, incluyendo dividendos, gastos operacionales y gastos financieros. Específicamente, se realiza un análisis del tamaño relativo de cada filial y la habilidad de ésta para mantener sus dividendos en el tiempo.
- Diversificación tanto de los flujos de caja desde como de las inversiones (geográficamente, por industria, por producto, etc.). Mientras mayor sea la variedad e independencia de los flujos de caja individuales, mayor será la probabilidad que el rating de la matriz sea igual o superior al de sus activos subyacentes.

Caso III b. Factores Adicionales Positivos

La clasificación de riesgo de la matriz es superior al rating de su filial más importante, debido a factores adicionales positivos que benefician a los acreedores.



Enfoque Analítico: Pueden existir factores que permitan que la clasificación de la matriz sea igual o superior al de su filial principal. Aun cuando pueden existir excepciones que serán analizadas caso a caso, la obtención de una clasificación de riesgo superior a la de la filial requerirá que se cumplan las siguientes condiciones:

- 1) Activos son prendados como colateral (caja o acciones si la compañía se transa de forma pública).
La presencia de algunos de estos elementos refuerza la opción de una clasificación de riesgo superior para la matriz respecto a la filial operativa.
- 2) Generación de flujos de caja significativos, que excedan los costos financieros y operacionales y que provengan de fuentes confiables (por ejemplo, ingresos por dividendos desde su filial principal).
- 3) Activos adicionales que puedan ser prendados en caso que los flujos especificados en el punto 2) disminuyan.
- 4) Facilidades de crédito relevantes (comprometidas pero no utilizadas).
- 5) Otras inversiones líquidas.

Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018

- 6) Límites de endeudamiento en terceras partes.
- 7) Control sobre la filial principal, pero con una estructura que limite la participación de la matriz en la toma de decisiones del día a día de la filial.
- 8) Historial de leverage conservador, etc.

GRUPO IV – IMPACTO DEL HOLDING EN SUS FILIALES

Existen situaciones donde la clasificación de riesgo de la filial considera significativamente las relaciones legales o contractuales u otros aspectos positivos o negativos (incluyendo riesgos financieros) a nivel corporativo.

Caso IV a. Soporte multinacional

Una matriz con diversas filiales en múltiples países/regiones puede respaldar la deuda de sus filiales operativas en diferentes partes del mundo. En estos casos, las filiales emiten deuda local en los países de operación.



Enfoque Analítico: Compañías multinacionales pueden utilizar filiales para emitir deuda en mercados locales, proveyendo garantías a la filial, de modo tal que puedan tener acceso a préstamos utilizando el mismo rating. Este es generalmente el caso en que la filial es relativamente pequeña y, sin la garantía, estaría clasificada en una categoría inferior a la matriz. Además de una garantía total, pueden existir otras alternativas de respaldo por parte de la matriz, los que se discuten en el documento “Garantías y otras formas de respaldo explícito”.

Caso IV b. *Letter of Intent*

Una matriz podría apoyar financieramente a su filial, sin que existan garantías formalmente establecidas. La matriz podría mostrar su interés en apoyar a su filial (100% controlada por la matriz), sin tener la obligación legal de hacerlo. La matriz normalmente hace esto para mantener su inversión e inyectará capital adicional a la filial como mecanismo de apoyo, no siendo necesariamente esta la única forma de soporte que le entregue a la filial.

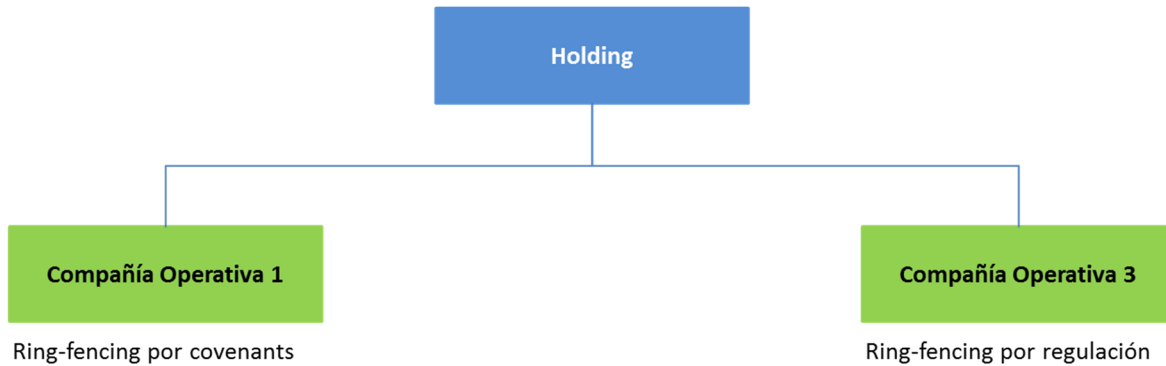


Enfoque Analítico: En tales casos, la clasificación de la matriz es relevante y considerada al momento de clasificar la filial. Aun cuando el rating de la matriz es tomado en cuenta al evaluar el rating de la filial, la clasificación de riesgo, sin una garantía, puede ser menor al de la matriz.

No obstante, si el apoyo entregado por la matriz pudiese afectar su fortaleza como tal, este apoyo podría ser retirado. Cuando ICR estime que el apoyo de la matriz no es lo suficientemente sólido, reducirá la importancia relativa que el rating de la matriz tiene sobre la clasificación de riesgo de las filiales. Adicionalmente, en el caso de la “Compañía Operativa 3” del gráfico, por ejemplo, los accionistas minoritarios podrían significar un desafío para la matriz, aun cuando exista un alto nivel de control.

Caso IV c. **Protección Ring-Fencing**

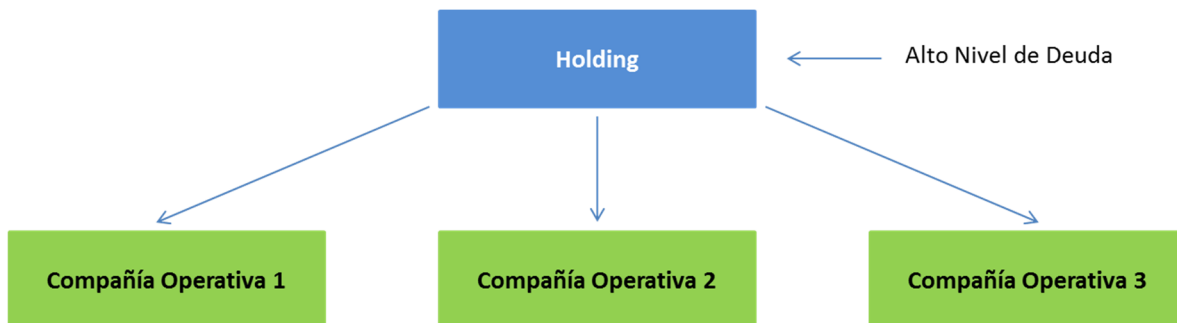
Las filiales pueden poseer ring-fencing a través de covenants o, en algunos casos (por ejemplo, en la industria de servicios básicos y compañías financieras) a través de la presencia de un regulador fuerte. Covenants y requerimientos regulatorios de capital pueden limitar el nivel de dividendos y las transferencias de caja intercompañías, estableciendo con ello, restricciones adicionales en las filiales y la matriz.



Enfoque Analítico: La protección ring-fencing puede permitir un rating diferente para la filial, pero se debe analizar qué tan sólida es la protección ring-fencing. Por su naturaleza, los covenants deben ser analizados caso a caso. Los reguladores también exhiben diferentes niveles de control, por tanto cada caso debe ser examinado para entender cuánto crédito es explicado por la existencia del regulador. Debido a que muchas de estas consideraciones incluyen aspectos subjetivos, es común que se establezcan límites sobre la diferencia que puede existir entre los ratings asignados a la matriz y a las filiales, aun cuando existan sólidas acciones de ring-fencing.

Caso IV d. Estructura Apalancada

Este caso es similar a aquel ilustrado en el Caso II a. La diferencia radica en que en este caso la compañía presenta un alto nivel de endeudamiento a nivel corporativo, posiblemente debido al financiamiento de alguna adquisición.



Enfoque Analítico: Este es el mismo escenario que en el Caso II a. excepto por el nivel de endeudamiento. El grado de apalancamiento incluye tanto el tamaño relativo de la deuda a nivel corporativo (probablemente excediendo el 30%

CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN

Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018



del capital individual), como también el tamaño relativo de la deuda del grupo al incluir la deuda corporativa. Aquí, no sólo el rating debiese ser inferior a nivel corporativo, sino que además éste tendría un impacto negativo en el rating de las filiales. En este caso, todos los ratings individuales del grupo se verían afectados.

Anexo – Consideraciones Generales

Los ejemplos mencionados anteriormente deben ser considerados a la luz de las cuatro secciones que se detallan a continuación. Cada sección provee consideraciones que ayudan con el análisis de, en general, estructuras de holding complejas. De esta manera, permite mejorar la identificación de los riesgos y el análisis de éstos. Dado que no existe un enfoque que calce 100% con la realidad, la ponderación de estas variables dependerá de las características específicas del conglomerado en evaluación.

1. Racionalidad

Entender las razones de por qué se está utilizando una estructura de holding, puede ayudar con la evaluación de la clasificación de riesgo. Existen beneficios potenciales para un conglomerado de compañías, de operar bajo la estructura de holding, como también desventajas. Algunos de los factores más importantes incluyen lo siguiente:

Ventajas:

- i. Mayor acceso a liquidez. En algunos casos, conglomerados financieros que operan bajo la modalidad de holding poseen mayor liquidez que sus filiales operativas, debido a (a) flujos de ingresos múltiples, (b) otras inversiones líquidas o, en algunos casos, (c) la posibilidad de vender acciones de sus inversiones.
- ii. Diversificación Superior. Conglomerados financieros que operan bajo una estructura de holding pueden estar mejor diversificados, con filiales operativas en: (a) sectores regulados o no regulados, (b) diferentes lugares geográficos y/o (c) diferentes industrias, etc.
- iii. Ventajas impositivas. Conglomerados financieros que operan bajo una estructura de holding tienen mayores oportunidades para realizar planificación tributaria.

Desventajas:

- i. Subordinación estructural. Generalmente, la deuda de la matriz se encuentra subordinada al pago de la deuda de la filial.

- ii. Doble leverage. Esto ocurre cuando la matriz emite deuda (se excluye deuda intergrupo) y entrega estos recursos a la filial en forma de capital, permitiendo a la filial endeudarse contra este nuevo capital.

2. Estructura

Es importante revisar la estructura funcional y legal de un conglomerado financiero utilizando una estructura organizacional simplificada. La existencia de acuerdos intercompañía y el potencial de fusionar fondos, son factores generalmente importantes en la evaluación.

- i. Miembros del conglomerado. Todas las filiales clave deben ser identificadas, para asegurar que todos los activos, inversiones y operaciones estén siendo incluidos. Se debe determinar la calidad y valor de los activos y la fortaleza financiera de la entidad. Se debe también determinar la diversidad y posición de mercado de las filiales.
- ii. Método de participación. El holding podría mantener acciones preferentes y deuda (intercompañía), así como también acciones de sus filiales.
- iii. Interés minoritario. Identificar a los minoritarios que poseen acciones de las filiales. Evaluar si se ve afectado el control y gobierno corporativo, limitando la importancia de la matriz en las decisiones operacionales, de distribución y estratégicas. Cuando el interés minoritario es relevante, la matriz puede ver limitado el soporte entregado por esa filial.
- iv. Financiamiento. El financiamiento externo puede ser obtenido tanto a nivel de la matriz como de las filiales. Los fondos pueden circular de forma libre a nivel de grupo, o estar restringidos. La matriz podría imponer a sus filiales la restricción de solicitar préstamos, generándose crédito a un nivel consolidado (unidad de tesorería centralizada). Si las filiales tienen la posibilidad de pedir prestado, el crédito podría necesitar ser revisado de manera individual, incluyendo flujos de caja intercompañía (dividendos, intereses, comisiones de administración, etc.).
- v. Doble leverage. Fondos pedidos como préstamo por la matriz pueden ser entregados a la filial en la forma de aumentos de capital, crédito espejo, financiamiento subordinado, etc. Si es entregado a la filial mediante aumentos de capital, y la filial utiliza estos recursos para aumentar su deuda, se crea doble leverage. Si los recursos son entregados a la filial mediante deuda intercompañía, la deuda podría poseer una menor prelación de pago respecto a otras deudas.

- vi. Garantías cruzadas. Garantías entregadas por la matriz pueden ser utilizadas para mejorar la solvencia de una filial, o para consolidar a todos el conglomerado.
- vii. Integración. El grupo está integrado operacionalmente (soporte entre la matriz y sus filiales), en contraposición a una cartera de inversiones independientes entre sí (bajo soporte de la matriz).
- viii. Liquidez de la matriz. La matriz puede poseer activos tales como caja, valores negociables, etc. que pueden resultar en soporte adicional al recibido de sus filiales. Una matriz también tiene la posibilidad de vender acciones de sus inversiones.

3. Aspectos Cualitativos

Al evaluar el grado de respaldo que la matriz puede entregar a una de sus filiales, o viceversa, es importante entender qué tan importante es la filial en el desempeño de la matriz y del conglomerado en general. Mientras que en algunos casos es posible que la matriz decida abandonar a su filial, en otros casos puede no ser una opción, debido a negocios que se encuentren integrados o que dependan uno del otro.

- i. Endeudamiento del holding. Holdings con niveles de deuda relevantes pueden poner presión a sus filiales para mantener el nivel de dividendos, restringiendo gastos y capex, generando problemas en el mediano-largo plazo.
- ii. Soporte inferido. Podrían existir consecuencias negativas sobre la marca o la percepción de los consumidores, que llevan a la matriz a respaldar a su filial.
- iii. Intento de Soporte. Los siguientes factores son utilizados para evaluar la relación entre una matriz y sus filiales:
 - a. Provisiones de cross-default.
 - b. Incentivo económico de la matriz para respaldar a la filial.
 - c. Declaraciones realizadas por la matriz respaldando a la filial, de manera pública o privada.
 - d. Grado de control ejercido por la matriz sobre la filial.
 - e. Efectos en la confianza de los inversionistas en caso que la filial no apoye a la matriz.
 - f. Importancia estratégica de la filial para la matriz.
 - g. Riesgo reputacional.

- h. Ubicación de la matriz y filial (mismo país).
- i. Historial de respaldo tangible entregado por la matriz.
- j. Tamaño de la filial respecto a la inversión total.
- k. Tamaño de la deuda a nivel de la filial que la matriz respaldará.
- l. Capacidad financiera de la matriz para proveer respaldo.

4. Estados Financieros

- i. Análisis a nivel individual. ICR realiza el análisis de entradas/salidas de flujo de caja, utilizando cuando es posible los estados financieros individuales de la compañía. El nivel de endeudamiento individual debiera ser generalmente inferior al 30% del patrimonio.
- ii. Entradas de efectivo. ICR revisa la fuente de flujo de caja de la matriz, con el fin de evaluar su estabilidad. Una forma de evaluar la estabilidad de los dividendos es entender la política de dividendos de las filiales. Generalmente, una política de dividendos más agresiva conlleva un mayor riesgo en escenarios de estrés.
- iii. Restricciones de dividendos. En el caso de una fuerte regulación a nivel de las filiales, podrían existir restricciones en el monto de los dividendos pagados hacia la matriz. Este también puede ser el caso de compañías que se encuentran en distintos países.
- iv. Egresos de caja. ICR evalúa el uso que da el holding a la caja que recibe. Esto incluye fondeo interno, inversión estratégica, disminución de dividendos por parte de las filiales, reinversión de dividendos, etc.
- v. Activos adicionales. Algunos holdings poseen montos significativos de efectivo y valores negociables, que permiten reforzar la liquidez generada por los dividendos recibidos. ICR asume generalmente una visión conservadora al evaluar estos activos, a menos que exista evidencia clara que estos recursos no se utilizarán para adquisiciones, dividendos, compra de activos, o transferencias a las filiales.
- vi. Prospectos futuros. Entender las intenciones de la matriz hacia el futuro puede ser relevante para determinar si ésta pretende mantener su perfil de riesgo en el largo plazo.