

TG-MAF
658.15
C 828
Fj-3

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA



**EL PAPEL DE LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO EN
LOS MERCADOS DE CAPITALES**

Trabajo de Graduación Presentado por:

FRANCISCA ALICIA CORTEZ DE RIVAS

Para Optar al grado de :

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



FEBRERO DE 1999

18030024

San Salvador, El Salvador, Centroamérica.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMERICA

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : Dr. José Benjamín López Guillén

Secretario General : Lic. Ennio Arturo Luna

Decano Facultad de
Ciencias Económicas : Lic. José Adolfo Orellana Siguenza

Secretaria Facultad de
Ciencias Económicas : Lic. Alba Bertiz Martínez Ríos

Asesor : MEE. René Cuéllar Marengo

Tribunal Examinador : MSC Guillermo Villacorta Marengo
MEP. Luisa Evelyn Chávez Villalobos
MEE. René Cuéllar Marengo

Febrero de 1999

San Salvador . El Salvador . Centro América

C O N T E N I D O

PAG. N°

INTRODUCCION	i
DEFINICIONES Y ANTECEDENTES	1
□ Definiciones.....	1
□ Antecedentes	3
CLASIFICACION DE RIESGO Y MERCADO DE CAPITALES	5
□ ¿Qué significa una Clasificación de Riesgo?	6
□ ¿Cuál es el riesgo que se califica?	8
□ Factores determinantes en la Clasificación de Riesgo	9
1. Análisis Cuantitativo	10
2. Análisis Cualitativo	10
□ Proceso de Clasificación de Riesgo	11
□ Metodología para la Clasificación de Riesgo	14
□ Impacto de la Clasificación de Riesgo en los Mercados de Capitales	17
EXPERIENCIA SALVADOREÑA	21
CONCLUSIONES	28
 ANEXOS	
1. Categorías de Clasificación	
2. Mercado de Valores de El Salvador. Montos Transados por Mercado	
3. Principales Indicadores Bursátiles Centroamericanos a Septiembre 1998	
 BIBLIOGRAFIA	
 NOTAS	



EL PAPEL DE LA CLASIFICACION DE RIESGO EN LOS MERCADOS DE CAPITALS

Por: FRANCISCA ALICIA CORTEZ DE RIVAS

INTRODUCCION

El objeto del presente artículo es analizar la relación que existe entre la clasificación de riesgo y el impacto de la misma en el desarrollo de los mercados de capitales. Este análisis referido únicamente al riesgo crediticio o de insolvencia que corresponde a las inversiones en valores¹.

El poner bajo análisis el presente tema, obedece al hecho de considerarlo de importancia, actualidad y poca difusión en el ámbito nacional, especialmente ante la reciente decisión de introducir el Sistema de Clasificación de Riesgo, como un medio que permitirá el desarrollo sano del mercado de capitales local, a través de la Ley del Mercado de Valores y Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, reforzando la disciplina y supervisión financiera; buscando con ello superar el umbral en que se encuentra actualmente dicho mercado.

Lo anterior, basado en la apreciación de los resultados positivos obtenidos en la aplicación de este sistema en otros países latinoamericanos, como es el caso de Chile, Perú y más cercanamente Costa Rica. La implantación de este sistema en el ámbito nacional data de noviembre de 1997, con la autorización de Duff & Phelps Chile, Ltda.².

El nexo entre las Finanzas y el presente análisis, es la estrecha relación que existe con una de las principales funciones de los Gerentes Financieros, como es la toma de decisiones de inversión y financiamiento, la cual se fundamenta en la evaluación tanto de los riesgos como de los rendimientos de las distintas alternativas, bajo el supuesto que la generalidad de

individuos posea una actitud racional, en cuanto a enfrentar mayores riesgos únicamente si perciben que los resultados esperados serán favorables.

Sobre dicha base se ha llevado el estudio de estas variables financieras al plano nacional, sin perder de vista el entorno mundial en el que se desenvuelven, ya que como resultado de la globalización financiera³, considerables cantidades de recursos son transadas en las Bolsas de Valores de los diferentes países, buscando oportunidades de inversión que produzcan buenos rendimientos; y, en la medida que un mercado es identificado como "atractivo", consecuentemente los volúmenes transados tienden a ser cada vez mayores, permitiendo un gradual desarrollo de los mismos.

Lógicamente, este proceso de apertura mundial implica una mayor exposición al riesgo, provocando que los participantes⁴ en estos mercados de capitales enfrenten mayor incertidumbre en la toma de decisiones y por tanto demanden mayor información del mercado. Este enfoque de apertura hacia la captura de inversionistas extranjeros, debe enmarcarse en un tema complementario: el riesgo país⁵, que es otro elemento adicional considerado por los inversionistas potenciales para la toma de su decisión final de invertir o no en determinada empresa, emisión y país. , el cual no es objeto de estudio en el presente documento.

Bajo dicha perspectiva, debe considerarse el hecho que en estos mercados la **información** es uno de los principales elementos para la toma de decisiones, y precisamente las empresas dedicadas a la clasificación de riesgo, son las encargadas de proporcionar a los mercados financieros toda la información específica sobre los valores, empresas o país donde es factible invertir; por lo que ésta debe ser confiable y oportuna, ya que es determinante para estimular la confianza de los inversionistas potenciales, y no únicamente referida a los resultados de la aplicación de las razones financieras tradicionales (*aspectos cuantitativos*) sino que respaldada con un *análisis cualitativo* del emisor y la emisión en particular; especialmente en momentos de crisis, como los experimentados en el país a fines de 1997, específicamente en el Sistema Financiero Nacional,

por sus efectos en el mercado bursátil.

En este contexto, debe tenerse claro que la clasificación de riesgo no es la solución total para evitar la ocurrencia de quiebras o fraudes financieros, no obstante, muchos consideran que de alguna manera los minimiza al hacer del conocimiento del público inversionista información económico-financiera importante de las empresas emisoras, permitiendo una mejor evaluación de los riesgos particulares, así como la comparación de resultados con otras firmas afines; incidiendo en la entrada o permanencia en el mercado a firmas consideradas poco idóneas, por sus antecedentes, por su falta de independencia económica, o simplemente por su limitada competitividad.

En definitiva, se concluye que la información que surge de las clasificaciones de riesgo **siempre** servirá al desarrollo de los mercados, al brindar transparencia y algún grado de seguridad, a pesar de la existencia de diferentes consideraciones sobre el papel de las mismas.

La importancia radica en el hecho que el inversionista cuenta con información valiosa, que le permitirá conocer las áreas de "alto riesgo" para invertir con mayor seguridad. Esto en función del tipo de inversionista que utilice dicha información, sean estos **conservadores** frente al riesgo, para quienes ésta será una importante herramienta en la toma de decisiones con un mayor grado de certeza; o bien, para aquellos **inclinados** al riesgo, quienes no utilizan empresas expertas en definición de riesgos, sino que asumen la expansión de sus negocios bajo su propia percepción del nivel aceptable de riesgo; en ambos casos incidiendo en la dinámica de estos mercados y por tanto en el potencial desarrollo de los mismos.

De esta manera y en la medida que se supere el problema de "confianza" en los mercados de valores, a través del uso de herramientas como la clasificación de riesgo, estos mercados tenderán a ser utilizados adecuadamente, permitiendo la transición dentro de los mismos, de un mercado de dinero a uno de capitales, como es el caso salvadoreño.



DEFINICIONES Y ANTECEDENTES

□ **Definiciones**

El análisis de la relación: clasificación de riesgo y mercados de capitales, tiene como base una de las teorías clásicas de las Finanzas: la Teoría sobre el Riesgo, así como uno de sus principales postulados, "a mayor riesgo mayor rendimiento". Esto estrechamente vinculado a las dos grandes decisiones de todo Gerente Financiero: invertir o financiar.

Considerando que toda inversión se realiza bajo la expectativa de obtener los rendimientos esperados en el plazo pactado, uno de los principales objetivos del inversionista es la minimización de sus riesgos, a través de la utilización adecuada de información sobre las diferentes alternativas que hay en el mercado, entendiendo como **inversionista** el poseedor de un activo financiero; y como **emisor** del activo al responsable de realizar los pagos futuros de dinero sobre dicha obligación.

Dado que la aplicabilidad del término "riesgo" es bastante amplia, es oportuno aclarar a qué tipo de riesgo se hace referencia en el presente artículo, especialmente cuando se habla de clasificación de riesgo. En este sentido se considera que una inversión está sujeta a riesgo cuando existe alguna incertidumbre en cuanto a los resultados posibles a obtener, esta incertidumbre referida a la probabilidad de ganancias o pérdidas por la falta de pago al inversionista, en las mismas condiciones que las pactadas, dañando su patrimonio¹.

De igual manera se entenderá que una *clasificación*, es la acción de ordenar por categorías o niveles basados

¹ Avellaneda, Carmenza, DICCIONARIO BILINGÜE DE TÉRMINOS FINANCIEROS, McGrawHill, Marzo/96, Pág. 222.

en criterios preestablecidos, dando por buena o mala una cosa según sus calidades o circunstanciasⁱⁱ.

Como resultado de lo anterior, la Clasificación de Riesgo, se entiende como la actividad de ordenar los valores por niveles o categorías en función de la posibilidad de pérdida; en otras palabras, es un proceso que consiste en identificar los distintos elementos que influyen en el riesgo de un valor, emitiendo una opinión independiente, objetiva y técnica sobre la capacidad futura y la obligación legal de un emisor de efectuar reembolsos oportunos del capital y los intereses devengados por valores específicos; midiendo la probabilidad de que el emisor incurra en incumplimiento de pago durante la vida de dichos valoresⁱⁱⁱ.

Las entidades autorizadas para emitir estas opiniones se conocen como Clasificadoras de Riesgo⁶, siendo sociedades especializadas, cuya finalidad principal es la clasificación de riesgo de los valores de oferta pública, así como la difusión de los resultados de la misma en el mercado financiero.^{iv}

El accionar de todos los agentes financieros, antes descritos, surge de la necesidad o el exceso de liquidez que experimentan, provocando la búsqueda de mercados financieros, para satisfacer sus necesidades de crédito o inversión. Estos mercados se clasifican -según el vencimiento de una obligación- en **mercados de dinero**, donde se transan los instrumentos de deuda a corto plazo, y **mercados de capitales**, para aquellos activos financieros de vencimiento a un plazo más largo.

De esta manera, los **mercados de capitales**, formados por el conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y la demanda de recursos a largo plazo, sean estos para inversión (acciones) o para

ⁱⁱ Velarde Velante, Antonio, Ponencia "CALIFICACION DE VALORES", Panel de Análisis de los Efectos Jurídicos de la Calificación de Valores, Academia de Derecho Bursátil, México, Julio de 1990.

ⁱⁱⁱ Cheyre Valenzuela, Hernán, DCR CHILE, ponencia "Clasificación de Riesgo, Instituciones Financieras, Síntesis Metodología DCR", Agosto, 1997.

^{iv} Cohen Delpiano, León. LA REVOLUCION FINANCIERA. Manifestaciones y Perspectivas en Chile. Ediciones Algarrobo. Chile, 1989, Pág. 80

financiamiento (obligaciones)^v; constituyen un motor dentro de las economías, ya que contribuyen al desarrollo económico y social de los países al canalizar el flujo de ahorro e inversión por medio del cual los distintos sectores logran el financiamiento necesario para su expansión, derivándose de ello la importancia de profundizar en el impacto que la clasificación de riesgo pueda tener en estos mercados.

□ **Antecedentes**

El surgimiento de la Clasificación de Riesgo, es considerado una consecuencia de la necesidad de los inversionistas de disponer de mayor información sobre la solvencia de los emisores de instrumentos de deuda.

Los antecedentes históricos de la misma se ubican a comienzos del presente siglo en los Estados Unidos, en el mercado de bonos de las entonces 250 mayores empresas de ferrocarriles; adquiriendo importancia en el mercado de capitales americano como resultado de la gran depresión de los años 30's, con el propósito de disminuir la exposición a grandes quiebras.

La hegemonía de los Estados Unidos en esta materia se ha mantenido hasta la fecha, encontrándose en ese país las cuatro principales empresas de Clasificación de Riesgo del mundo: Standard & Poor's Ratings Group (clasificó los primeros títulos en 1923), Moody's Investor Service, Fitch Publishing Co. y Duff and Phelps Credit Rating Co.

Actualmente son más de 15 países los que cuentan con algún sistema de Clasificación de Riesgo, destacándose el desarrollo de esta actividad en los mercados emergentes⁷.

En América Latina se encuentran con régimen obligatorio de Clasificación de Riesgo: Chile, México,

^v Cortina Ortega, Gonzalo, PRONTUARIO BURSÁTIL Y FINANCIERO, Edit. Trillas, México 1992, Pág.106

Argentina, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela y El Salvador.^{vi} Su introducción se registra hasta finales de la década de los 80's, a través de Chile (1989), como resultado de la necesidad de nuevas alternativas de inversión para la diversificación de los recursos de los Fondos de Pensiones de ese país⁸, con la empresa Econsult, Clasificadora de Riesgo Ltda., que en 1992 se asocia con la empresa norteamericana Duff & Phelps Credit Rating Co. Convirtiéndose en 1996 en DCR Chile, que es la clasificadora de riesgo líder del mercado chileno.

Posteriormente se fueron incorporando países como México, donde a inicios de 1990 se constituye la primera empresa clasificadora; Perú que en 1995 registra la creación de una empresa dedicada a la clasificación de riesgo de títulos de deuda, la cual surge como Jasuai & Asociados, Clasificadora de Riesgo, S.A., y a los pocos meses se asocian con Duff & Phelps Credit Rating Co. (EE.UU) conociéndose hasta la fecha como DCR Perú. Colombia y Argentina registran sus primeras empresas clasificadoras en 1990 y 1992, respectivamente.^{vii}

En el ámbito centroamericano, Costa Rica fue el primer país en tener presencia en esta materia, con la Clasificadora de Títulos y Valores, S.A. (CTV), a partir de 1992; y, El Salvador, donde a la fecha únicamente existen dos empresas clasificadoras de riesgos autorizadas: Duff & Phelps Chile, Ltd. y Thomson Bankwatch, Inc. ; esto como resultado de la creación de la Ley del Mercado de Valores (1994) la cual establece como requisito que los emisores de valores de oferta pública, que emitan valores representativos de deuda y acciones, deberán contratar, a su costo, la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores, con dos clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí, existiendo la disposición transitoria de trasladar la aplicación de este requisito a partir del año 2000⁹.

^{vi} Cheyre Valenzuela, Hernán, DCR CHILE, ponencia "Clasificación de Riesgo, Instituciones Financieras, Síntesis Metodología DCR", Agosto, 1997.

^{vii} Ramírez, Augusto y Romero Sánchez, Daniel, LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO EN EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES, Revista LA BANCA, Octubre e 1993.



CLASIFICACION DE RIESGO Y MERCADO DE CAPITALS

Cualquier emisión de valores expone al inversionista al riesgo de insolvencia, tanto del emisor como de la emisión en particular, por lo que el rendimiento ofrecido en el mercado varía de acuerdo a las expectativas de los inversionistas sobre la habilidad del emisor para satisfacer sus obligaciones, así mientras más grande perciba el riesgo mayor será el rendimiento que demande; y, la Clasificación de Riesgo de emisores y títulos viene a constituir una herramienta para la toma de decisiones de inversión. Entendiéndose que es imposible eliminar completamente todo el riesgo asociado a una inversión, pero que también no siempre la preocupación principal de un inversionista está asociada con la medición de los riesgos.

La inexistencia hasta fecha reciente de la Clasificación de Riesgo en el país y la disposición legal de darle a la misma un carácter obligatorio, con la correspondiente supervisión; unido al escaso desarrollo del mercado de capitales nacional, y al impacto experimentado en otros países ante la introducción de este tipo de empresas, genera una serie de expectativas sobre el efecto que estas provocarán en nuestro incipiente mercado de capitales.

Para comprender el papel que la Clasificación de Riesgo cumple en estos mercados, es necesario conocer aspectos básicos relacionados, como: Qué es una Clasificación de Riesgo?, Cuál es el riesgo que se califica?, Cómo se identifican los diferentes niveles de riesgo?, Cuáles son los factores determinantes de la misma?, Cuáles son las principales etapas de dicho proceso y la simbología usualmente utilizada? ; para posteriormente evaluar el impacto que esta actividad produce en los mercados de capitales.

□ **¿Qué significa una Clasificación de Riesgo?**

Lo que todos sabemos es que al invertir estamos tomando algún riesgo. Cuando una empresa lleva a cabo una emisión de deuda pública, lo primero que desea saber el inversionista es el riesgo que conlleva la inversión. La pregunta más usual es ¿Qué pasa si la empresa quiebra?, es en este punto donde surge el papel de la Clasificación de Riesgo.

Como ya se definió, una Clasificación de Riesgo es una opinión, emitida sobre la capacidad futura y la obligación legal de un emisor de títulos de deuda, de efectuar reembolsos oportunos del capital y los intereses devengados por determinados valores. Esta clasificación mide la probabilidad que el emisor incurra en incumplimiento de pago durante la vida de dichos valores.

En el caso de instrumentos de deuda, esta opinión es relacionada con la probabilidad que el capital e intereses de la deuda adquirida por un emisor en particular, sean pagados en los términos originalmente pactados, sujetos a la capacidad de pago del emisor y las garantías de la emisión. En el caso de acciones, la opinión es respecto a la variabilidad futura del retorno total, constituido por la ganancia de capital y los dividendos, obtenidos por los accionistas; asociando el riesgo en este tipo de valores a las fluctuaciones del mercado, a la posición competitiva, administración, estrategia, entre otros^{viii}.

La Clasificación de Riesgo no es la receta mágica para asegurar resultados exitosos en una determinada inversión, sino que únicamente es una opinión basada en el análisis cuantitativo y cualitativo del instrumento, no una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión, no es una garantía de la emisión, representa únicamente una opinión profesional, calificada e independiente sobre el riesgo crediticio de una empresa o instrumento, en forma simplificada y fácil de comparar,

^{viii} "Clasificación de Riesgo", Publicación de la Superintendencia de Valores, LA PRENSA GRAFICA, Pág. 25, Octubre 15 de 1998.

la cual debe ser utilizada como un elemento más en el proceso de toma de decisiones de inversión, debiendo complementarse con la evaluación del resto de variables involucradas: precio y rendimiento, entre otras.

Lo anterior permite visualizar de una forma más clara, que el objeto de la Clasificación de Riesgo es determinar cual es la categoría de riesgo que le corresponde a un valor, identificando y evaluando aquellos factores que influyen en el riesgo del mismo, para formar sobre la base de dicha evaluación, un juicio acerca del riesgo del valor^{ix}

En materia de Clasificación de Riesgo, siempre han surgido dudas relacionadas con la exactitud de las mismas, siendo precisamente la calidad lo que asegura la permanencia de estas empresas en un mercado altamente competitivo, donde la confianza y el prestigio de las Clasificadoras se traduce en la credibilidad de sus calificaciones, habiéndose determinado que cuanto menor la clasificación y más largo el período de vida de las colocaciones, más alto es el índice de incumplimiento esperado.

En consecuencia, la credibilidad de una Clasificación de valores realizada por una firma de buena reputación puede facilitar el ingreso de los emisores a los mercados de capitales, en condiciones más económicas y con más frecuencia, así como facilitar la venta de emisiones mayores a plazos más largos.

Toda Clasificación de Riesgo puede ser obligatoria o voluntaria, conforme los lineamientos establecidos en cada país. **Obligatoria**, en el sentido de que es expresamente establecido en el marco legal de operación de los mercados de valores como un requisito para poder optar a la oferta pública de los instrumentos. **Voluntaria**, cuando una empresa decide someterse por decisión propia a una clasificación, por el interés particular de mostrar al mercado que son transparentes, incluyendo a sus propios accionistas, bancos, autoridades y otros agentes; utilizando este proceso de clasificación

^{ix} Chappell Quintana, Armando, "Un alcance sobre las Clasificadoras de Riesgos", Revista Valores, Lima, CONASEV, N° 19, Marzo-Abril/97 Pag.54

como un mecanismo para ser elegibles como instrumentos de inversión.

En el país, no obstante existir la disposición transitoria de exigir la calificación de dos empresas Clasificadoras de Riesgo independientes entre sí, hasta en el año 2000; ya se registran casos donde algunas empresas se han sometido voluntariamente a esta doble calificación.

La Clasificación de Riesgo está orientada principalmente a:

- Bonos.
- Acciones
- Títulos de Deuda
- Cuotas de Fondos de Inversión
- Bancos e Instituciones Financieras
- Compañías de seguros
- Países ^x

□ ***¿Cuál es el riesgo que se califica?***

En términos generales, los principales riesgos asociados a las inversiones en valores identificados son: el riesgo de mercado, de liquidez y de solvencia o crediticio.

El riesgo de mercado es el usualmente evaluado por los asesores de inversiones, el cual está asociado con el comportamiento esperado en la oferta y demanda de los valores y su impacto en el precio, en base a lo cual se informa a los clientes si es momento oportuno para comprar o vender un determinado valor.

El riesgo de liquidez es el relacionado con la posibilidad de que el título valor pueda ser vendido en el momento oportuno.

^xCheyre Valenzuela, Hernán, DCR CHILE, Op.cit.

El riesgo de solvencia o crediticio, es el ampliamente definido en el presente documento, por ser el tipo de riesgo enfocado por las empresas Clasificadoras de Riesgo.

□ ***Factores determinantes en la Clasificación de Riesgo.***

En todo proceso de Clasificación de Riesgo, ningún aspecto particular tiene prioridad aisladamente, ya que una debilidad en un área puede ser compensada con una fortaleza en otra, según las circunstancias, por lo que el objetivo es buscar el equilibrio global de la institución, a través de un enfoque individualizado. Este enfoque tiene como fundamento el ***análisis cuantitativo y cualitativo*** de la empresa interesada en participar en los mercados de capitales, así como de los ***instrumentos*** que serán objeto de oferta pública.

En este sentido, es reconocido como norma general en este tipo de empresas, que si bien la determinación de una evaluación de riesgo es un asunto de juicio, este debe estar basado en un análisis cualitativo y cuantitativo de la empresa evaluada, entendiendo que éstos cambian de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector, y dentro de éstos, varía para cada empresa según su desempeño particular y su propia cultura empresarial.^{xi}

Sin subestimar el valor de los métodos cuantitativos utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, estos son utilizados como herramienta para llegar al mejor juicio cualitativo posible, considerando que precisamente la Clasificación de Riesgo es de naturaleza subjetiva y cualitativa, por ser una opinión.

Brevemente se comentan ambos métodos.

^{xi}DCR, PROCESO DE CLASIFICACION DE RIESGO,
<http://www.dcrperu.com>



1. Análisis Cuantitativo

Se refiere a la realización de un análisis exhaustivo de los estados financieros y flujos de caja sobre bases históricas. Como resultado de este análisis se evalúa el desempeño de la administración en la ejecución de sus estrategias frente a competidores, acreedores, así como la rentabilidad de la empresa.

El análisis histórico sirve de base para la evaluación de los pronósticos de la empresa, ya que la tendencia de las razones financieras y de las principales variables dará credibilidad a las proyecciones de la misma.

Los **factores cuantitativos** más importantes considerados son:

- Indicadores de rentabilidad:
Rentabilidad/activos, rentabilidad/patrimonio, margen operacional (capacidad de generación).
- Indicadores de calidad de Activos:
Diversificación de activos, diversificación de colocaciones por tipo de producto, diversificación de colocaciones por actividad económica, concentración de deudores, colocaciones riesgosas/patrimonio, colocaciones riesgosas/colocaciones totales, provisiones.
- Estructura de financiamiento y liquidez:
Cuentas corrientes/pasivo circulante, cuentas corrientes/colocaciones totales, depósitos a plazo/depósitos totales.
- Indicadores de capital:
Deuda/capital, capital y reservas/activos, variación de capital.

2. Análisis Cualitativo

Se refiere a un análisis más allá de las cifras, evalúa aspectos que permiten identificar las fortalezas y

debilidades de la empresa objeto de análisis.

Dentro de los **factores cualitativos** se da especial atención a:

- Calidad de la administración
- Planes y Estrategias de desarrollo
- Oportunidades de mercado
- Investigación y desarrollo de nuevos productos
- Políticas de riesgo y crédito
- Orientación de negocios
- Recursos humanos
- Sistemas operativos y nivel tecnológico
- Estructura de propiedad^{xii}

▫ **Proceso de Clasificación de Riesgo**

Lo hasta ahora expuesto permite asegurar que una Clasificación de Riesgo no es únicamente la utilización en forma automática de ciertas razones financieras; aún cuando se realice el análisis financiero correspondiente, no implica que se haya realizado una auditoría¹⁰; y por ser una opinión sobre el futuro, debe basarse en muchos elementos adicionales a la historia de la empresa, que cualitativamente, inciden sobre la clasificación que se asigne.

Dentro de estos elementos se consideran:

- La situación actual y futura de la emisión y la empresa,
- El entorno económico y político,
- La participación de mercado,
- Posición competitiva,
- Ubicación en el tiempo,
- Costos,
- Eficiencia tanto tecnológica como administrativa,

^{xii} Cheyre Valenzuela, Hernán, DCR Chile, op.cit.

- Capacidad de generación de utilidades,
- Nivel de endeudamiento,
- Estabilidad, Políticas, Estrategias, controles, procedimientos, proyecciones, plazos, garantías,
- Cualquier otro aspecto que tenga incidencia en los resultados de la empresa.

De esta manera, se parte de un análisis financiero, revisando posteriormente las distintas áreas de la empresa para formarse una opinión global. Lógicamente esta evaluación previa a la determinación de una clasificación particular, implica un compromiso en dos sentidos, por el lado de la emisora, deberá:

- a) Responder por la autenticidad de la información que suministre, tanto cualitativa como cuantitativa,
- b) Brindar toda la información que se requiera, aún de aspectos que se consideren críticos o secretos por la misma empresa.

Por el lado de la Empresa Clasificadora, deberá:

- a) Asegurar la estricta confidencialidad de la información que recibe,
- b) Presentar las garantías tanto de tipo profesional como legal.

El punto de partida en cualquier proceso de clasificación es un estudio de la evolución de la economía y fortaleza de la industria. Este enfoque, a partir de lo más general se va acercando a los aspectos más particulares, siendo más importante mientras mayor sea la influencia de los factores propios de la industria sobre los resultados individuales de las empresas o instituciones que la componen, así como el grado en que están preparadas para responder y operar en un ambiente cambiante.

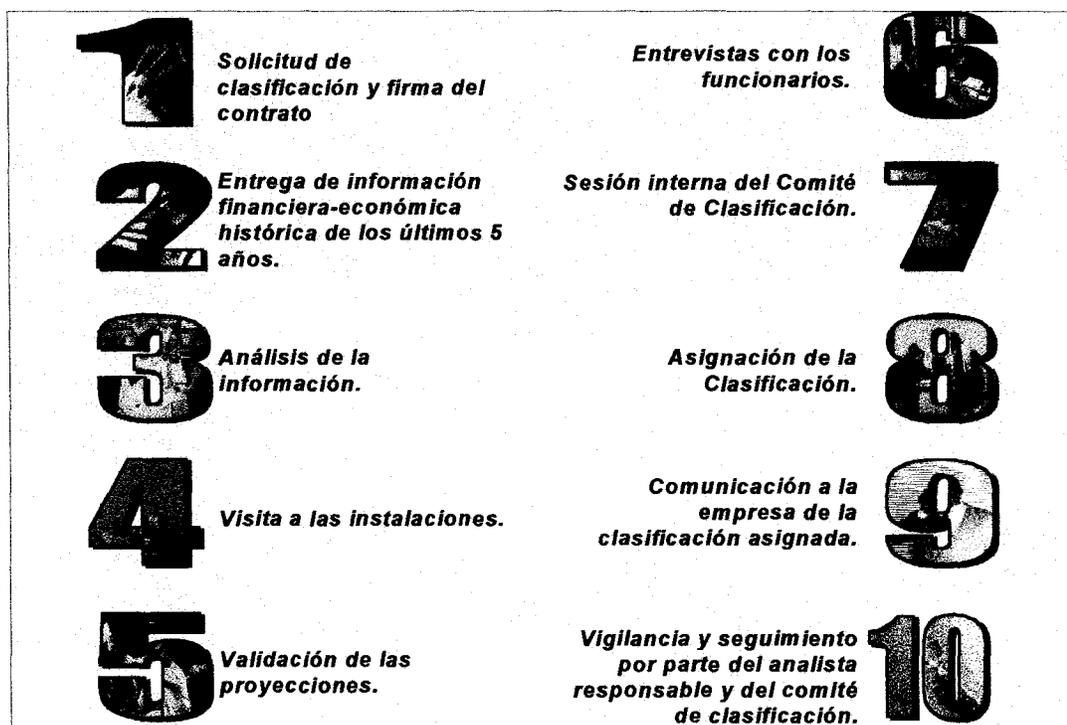
Adicionalmente al análisis de la industria se considera el análisis del emisor y de los instrumentos, permitiendo al inversionista determinar los riesgos asociados con el pago oportuno en las condiciones pactadas, tanto intereses como del capital de la emisión.

En definitiva se considera que toda Clasificación de una emisión o emisor, debe estar soportada por una investigación profunda y un constante seguimiento, el cual se realiza formalmente cada trimestre o antes si fuere necesario, conforme a los resultados experimentados.

Resumir un proceso de Clasificación típico resulta difícil, puesto que éstos son variados y particulares para cada empresa Clasificadora, y es establecido por lo general caso por caso, dependiendo de factores como: características del emisor, tipo de emisión, calidad de información y otros.

No obstante lo anterior, con el objetivo de ejemplificar dicho proceso se retoman, del ejecutado por la empresa Duff & Phelps Chile, las principales etapas del mismo.

ETAPAS DEL PROCESO DE CLASIFICACION DE RIESGO



Adicionalmente y para completar la visión general de este proceso, se pueden acceder en INTERNET los "home page" de las diferentes empresas Clasificadoras de Riesgo, donde se detallan las diferentes metodologías utilizadas; así como el de la Superintendencia de Pensiones, en el cual se publican los Reportes de Calificación de las empresas o instituciones que se someten a este proceso.

Finalmente, debe mencionarse que las Clasificaciones de Riesgo suelen dividirse de acuerdo al **plazo** y **según el riesgo de la inversión**.

Según el plazo pueden ser de **corto**, es decir, menor a un año, y de **largo plazo**, mayor a un año.

Según el riesgo, pueden ser de **calidad o con "grado de inversión" (investment grade)**, lo que indica un menor riesgo de insolvencia, y **especulativas (non investment grade)**, que implican mayor riesgo de insolvencia.^{xiii} Este último tipo de emisiones, entre las que se encuentran los bonos basura (Junk bond)¹¹, ofrecen pagar mayores rendimientos que aquellas con una clasificación de calidad, confirmándose el principio de que a mayor riesgo mayor rendimiento.

□ **Metodología para la Clasificación de Riesgo**

La utilización de una metodología determinada para la realización de todo proceso de Clasificación de Riesgo, está orientada a garantizar que dicho proceso se sustente en procedimientos técnicamente aceptables, que aseguren la objetividad y calidad de las clasificaciones, permitiendo finalmente comparar el riesgo relativo de distintos instrumentos^{xiv}.

De acuerdo a la bibliografía consultada, aún cuando no existe una nomenclatura única internacional, ya que

^{xiii} Van Horne, James C., ADMINISTRACION FINANCIERA, 9ª. Edición Págs. 605/606

^{xiv} Chappell Quintana, Armando, Op.Cit.



los símbolos y sus correspondientes significados varían dependiendo del instrumento que se clasifica y de los criterios definidos por cada Clasificadora; uno de los elementos más importantes es la diferenciación entre categorías que otorgan "grado de inversión" y las que no lo otorgan.

A pesar que cada empresa Clasificadora de Riesgo posee su propia metodología¹², el resultado final de su labor, la clasificación, es expresada en **categorías** equivalentes entre sí; predominando usualmente el uso combinado de letras mayúsculas o minúsculas y números arábigos, ordenados jerárquicamente de mayor a menor, asociados con la calidad del instrumento o valor evaluado, variando según el grado de riesgo que representan.

Las letras mayúsculas se emplean para clasificar valores como bonos, certificados de depósito, acciones, países, etc. ; los números arábigos se utilizan en la clasificación de valores representativos de deuda. En ambos casos y con el objeto de dividir las categorías de riesgo en sub-categorías, se utilizan los signos + y - para indicar si un objeto de clasificación es de mejor o menor calidad dentro de su categoría; permitiendo de esta manera que el grado de riesgo que se asigne a un valor sea de fácil identificación y comparación.

Las principales categorías y su ubicación según el grado de inversión -calidad o especulativas-, utilizadas por algunas de las empresas Clasificadoras de mayor prestigio, se resumen a continuación:

TIPO INVERSION	STANDARD & POOR	MOODY'S	DUFF & PHELPS
<u>OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO</u>			
DE CALIDAD	A-1+	P-1	D-1+
(GRADO DE INVERSION)	A-1		D-1
			D-1-
	A-2	P-2	D-2
	A-3	P-3	D-3
ESPECULATIVA	B	NP	D-4
(GRADO DE NO INVERSION)	C		D-5
	D		
<u>OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO</u>			
DE CALIDAD	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
ESPECULATIVA	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC	Caa	CCC
	CC	Ca	CC
	C	C	C
	D		D
			DD
			DP

Fuente: Ramírez, David Ricardo, Empresas Clasificadoras de Riesgo, op.cit. (modificado) y otros.

Como se observa en el cuadro anterior, con este tipo de metodología, los inversionistas pueden fácilmente evaluar los riesgos de los diferentes valores para la toma de decisiones de inversión.

Dada La variedad de nomenclaturas utilizadas por las empresas Clasificadoras de Riesgo y con el objetivo de estandarizar sus resultados, para el caso salvadoreño, la Ley del Mercado de Valores establece las Categorías de Clasificación a utilizarse^{xv}.

□ ***Impacto de la Clasificación de Riesgo en los mercados de capitales***

Un mercado de capitales sólido permite que exista un flujo de capitales eficiente y apoya el proceso de ahorro e inversión. El desarrollo del mercado de capitales lleva mejores posibilidades de financiamiento a las empresas productivas, contribuyendo a que estas logren una estructura de capital más eficiente, permitiéndoles desarrollar nuevos proyectos y expandirse, en los plazos adecuados. Este efecto positivo es trasladado a la economía como un todo, ya que al crearse nuevos negocios se genera más producción, empleo, ingresos, consumo.

Esta visión permite intuir que al internacionalizarse (globalizarse) los mercados de capitales, las entidades de cualquier país que busquen fondos no se limitan a los mercados financieros domésticos; los efectos también se verán incrementados, siempre y cuando las bases para esa globalización sean las adecuadas, tanto las de eficiencia competitiva, tecnológica, de regulación, como de fiscalización; donde la Clasificación del Riesgo País será un elemento a considerar adicionalmente.

El financiamiento de empresas en las distintas Bolsas de Valores ha tenido un crecimiento significativo,

^{xv} Ver Anexo N° 1

países como Argentina y México han incrementado diez veces el valor de sus transacciones bursátiles. Este auge de las Bolsas de Valores ha evitado todo el proceso de intermediación, ya que los inversionistas acuden directamente a ellas para satisfacer sus necesidades de fondos^{xvi}, volviendo cada vez más necesaria la participación de las Clasificadoras de Riesgo como agentes de las mismas.

En este sentido, la existencia de empresas independientes que evalúen la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero, y que cumplan eficientemente su función como difusoras de la información acerca del riesgo de los valores negociados en los mercados financieros, representa una herramienta importante en la toma de decisiones para el inversionista, pero también sirven de respaldo a las empresas emisoras al brindar el acceso a fuentes de financiamiento más baratas y abundantes, a través de los mercados de capitales, como una alternativa a los tradicionales préstamos bancarios.

Este fenómeno conocido como *bursatilización*¹³ de los mercados de capitales, es un proceso de transformación que ha utilizado como herramienta para su implantación la información proporcionada por estas empresas independientes que evalúan la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero. Y, como se conoce, la información coloca a cualquier participante en el mercado en una posición de privilegio, y por tanto la falta de ésta puede inducir fuertes distorsiones en la toma de decisiones.

De esta manera la consolidación de un sistema de Clasificación de Riesgo está estrechamente relacionado con la evolución de los mercados de capitales, puesto que en la medida que sea el mercado el que asigne los recursos, con la regulación y fiscalización adecuada, el mercado de capitales tenderá a desarrollarse cada vez más.

En todo mercado de capitales desarrollado, si una

^{xvi} Montiel, Eduardo Luis, EL FIN DE LA BANCA: CRONICA DE UNA MUERTE ANUNCIADA Revista Incae, Vol. IX N° 2, 1996, pág. 6

emisión logra una alta clasificación, logrará un mayor acceso al mercado, con menores costos de captación de fondos; y, dado que estas clasificaciones son realizadas sobre la base de normas comparables mundialmente, cualquiera sea el país, industria o tipo de obligación, esto asegurará la apertura internacional del mercado de capitales nacional.

Por ejemplo, un inversionista extranjero podrá evaluar las posibilidades que le ofrecen los mercados de los diferentes países, entendiéndolo que lo que borra las fronteras mundiales es la información, ya que la gente de todas partes puede ver por sí misma cuáles son las opciones y preferencias en los demás países^{xvii}, utilizando esta clasificación como un parámetro para su decisión. Lógicamente la decisión final es del inversionista, pero mejor si cuenta con toda la información necesaria para tomarla, ya que en estos mercados el público invierte bajo su propio riesgo.

No obstante, la información calificada proporcionada por las Clasificadoras permite a los inversionistas la evaluación de sus propios riesgos, y un mercado eficiente supone que esa información es transparente y no puede ser utilizada por unos antes que otros; entendiéndose por transparencia de la información no sólo la publicación de los estados financieros con sus respectivas notas, sino por el contrario, se refiere a la capacidad de las empresas de generar información adecuada, relevante y oportuna a todos los agentes; existiendo una clara relación entre la Clasificación de Riesgo y la tasa de interés que tienen las emisiones, por lo que lógicamente un emisor AAA consigue dinero con una tasa de interés más baja que un BBB.

Esa ubicación privilegiada de las empresas, instituciones o emisiones, calificadas como "grado de inversión", con un grado de certeza relativamente alto en cuanto a pago, les vuelve potencialmente adquiribles por los inversionistas institucionales, lo que no ocurre con los clasificados BB+ hacia abajo, que son instrumentos

^{xvii} Ohmae, Kenichi, LA DIRECCION EN UN MUNDO SIN FRONTERAS, Harvard-Deusto Business Review, 1er. Trimestre 1990, pág.27



con "grado de no inversión".^{xviii}

Otro aspecto importante, asociado con el papel que desempeñan las Clasificaciones de Riesgo en el desarrollo de los mercados de capitales, es el relacionado con los procesos de privatización impulsados últimamente por las economías, basados en los modelos del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, como es el caso de los Fondos de Pensiones, para los cuales esta práctica será indispensable, ya que sus inversiones deben estar ampliamente aseguradas, lo que facilita al mismo tiempo la colocación de instrumentos de oferta pública altamente calificados, de acuerdo a su grado de solidez.

De igual manera, la incorporación del Principio de Independencia es considerada una fortaleza en el sentido que se busca evitar vinculaciones entre las personas que participan en el proceso de clasificación y los emisores de valores evaluados, garantizando la objetividad de la opinión emitida.

De acuerdo a la opinión de muchos especialistas sobre el tema, la experiencia registrada en otros países latinoamericanos, como es el caso de Chile, indica que la Clasificación de Riesgo ha jugado un importante papel en el desarrollo de los mercados de capitales, en el sentido de colaborar a mantener un mercado transparente y eficiente, que proporciona confianza a los inversionistas y al público en general. Esto, unido al papel más activo que han tomado los Bancos e Instituciones Financieras, como producto de la "desintermediación"¹⁴, así como a los procesos de privatización de los Fondos de Pensiones, los que se convierten en los grandes inversionistas del sistema, sujetos a colocar únicamente en valores debidamente clasificados bajo la categoría de "calidad de inversión"; han contribuido al despegue y fortalecimiento de estos mercados.

Finalmente la **confianza** del público en estas clasificaciones y por tanto en el mercado, facilita el paso entre el ahorro y la inversión, a través de una mayor participación en los mercados de valores, los que

^{xviii} Cheyre Valenzuela, Hernán, DCR Chile, op.cit.

debidamente utilizados son el medio idóneo para la planificación futura en cuanto a posibilidades y seguridad económica de los países.

EXPERIENCIA SALVADOREÑA

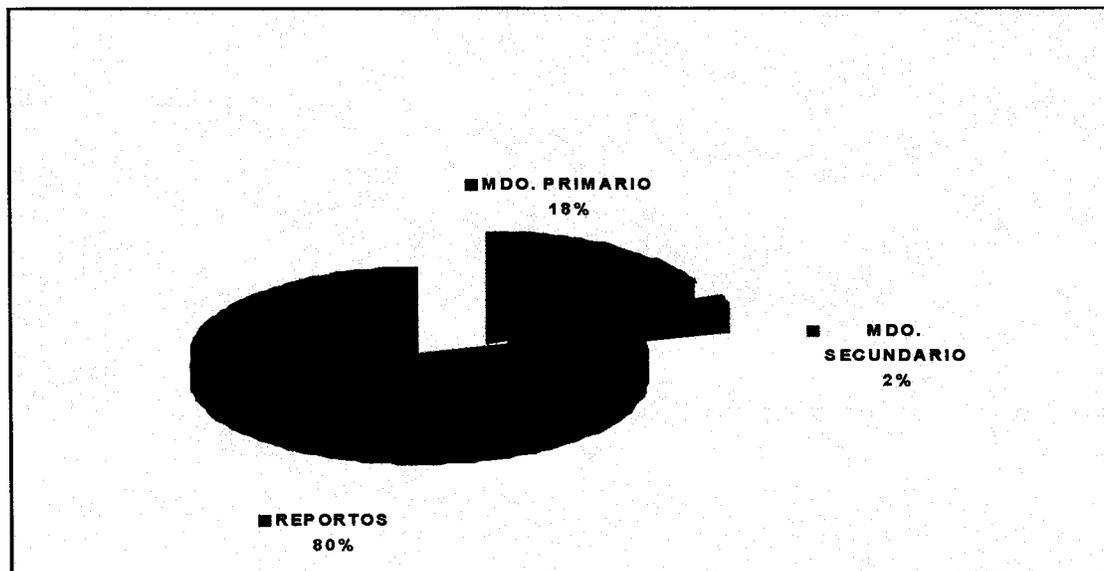
El inicio de operaciones de la Bolsa de Valores salvadoreña se registra en 1992, considerándose que a la fecha su desarrollo ha sido incipiente, por lo que se reconoce, como una consecuencia de esta situación, el hecho que el mercado de capitales nacional se encuentre a la fecha en su fase más elemental, ya que la actividad bursátil se centra en el mercado de dinero, a través de los reportos públicos y privados¹⁵.

Según lo publicado por la Superintendencia de Valores, a fines de 1998 participaban en el mercado 55 Emisores de Valores debidamente asentados en el Registro Público Bursátil, 23 Casas de Corredores de Bolsa, con un volumen negociado a diciembre de 1998, de ¢57,351.7 millones de colones, de los cuales un 80% se concentraba en los reportos^{xix}.

La situación actual del mercado bursátil salvadoreño se aprecia fácilmente en la siguiente gráfica:

^{xix} Ver Anexos 2 y 3

**MERCADO DE VALORES SALVADOREÑO
PARTICIPACION POR MERCADO A SEPTIEMBRE 1998**



En el mercado de capitales salvadoreño las inversiones se pueden realizar a través de:

- Inversión en acciones de empresas privadas, Bancos y Financieras,
- Inversión en acciones de empresas públicas próximas a privatizarse,
- Certificados a plazo para la vivienda (CEDEVIV), agropecuarios (CEDEAGRO)
- Certificados de Inversión de empresas públicas y privadas^{xx}

En el ámbito nacional no se registra experiencia previa sobre Clasificación de Riesgo, referida al proceso

^{xx} Pacheco, Ernesto, PRINCIPALES OPCIONES DE INVERSION PARA LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS. Boletín Económico Banco Central de Reserva de El Salvador, Mayo, 1996, pag. 7

especializado descrito en el presente documento, ya que hasta la fecha el modo de operar de las empresas que querían participar en el mercado de capitales mediante la colocación de títulos valores de oferta pública se limitaba a la preparación y publicación de una serie de indicadores financieros preparados por firmas de auditores registrados en la Bolsa de Valores, lo cual no representaba mayor información para el inversionista, quien lograba tener sólo una idea muy parcializada de la situación económica y financiera de la empresa, por lo que la base para su decisión podría ser hasta cierto punto manipulada, con el agravante de no existir ninguna penalización para los auditores por la tergiversación de la información¹⁶.

Esta situación lesiona el accionar del mercado de capitales, al no existir la confianza necesaria para el inversionista, obligando a las autoridades en esta materia a intensificar la búsqueda de los medios, al igual que lo experimentado en otros países como Chile, Perú, México, Venezuela, para introducir, entre otros, la Clasificación de Riesgo de manera obligatoria. Paralelamente se observa la tendencia por reforzar la seguridad requerida por los inversionistas, dentro del marco legal establecido, no solo en el ámbito de mercado de capitales sino ampliada al Sistema Bancario.¹⁷

La decisión de dar un carácter obligatorio a la Clasificación de Riesgo de las empresas que recurren al ahorro público, permitirá por primera vez, que la solvencia de estas sea juzgada públicamente por terceros. Ahora, desde el punto de vista del inversionista y de las empresas, la situación cambia significativamente, en el sentido de que si una empresa decide colocar sus obligaciones en el mercado, deberá presentar el dictamen de dos compañías clasificadoras de riesgo independientes entre sí, que opinarán sobre las posibilidades de la empresa de cumplir con los compromisos adquiridos, provisionalmente y hasta la consolidación del sistema, la Superintendencia de Valores ha emitido una disposición que traslada esa exigencia de dos clasificadoras para calificar una emisión hasta el año 2000. Este mayor grado de transparencia beneficiará el desarrollo del mercado financiero nacional.

Debe mencionarse que muchos analistas del tema sostienen que los costos de una clasificación vendrán a encarecer el mercado, este enfoque está basado en el hecho que el costo de una clasificación en promedio oscila entre \$15,000 y \$20,000.00 por una emisión para un plazo de un año, incluyendo la calificación del emisor; y dado el volumen de las emisiones calificadas, estos altos costos limitan el desarrollo del mercado de capitales; contraponiendo el objetivo de obtener recursos más baratos en este tipo de mercados; no obstante existen consideraciones que enfocan los costos desde el punto de vista de evitar el incurrir en costos fijos, de profesionales calificados que sean contratados de planta en una empresa para realizar este tipo de labor, situación que implica a su vez costos elevados.

En el país la Clasificación de Riesgo es incorporada en la Ley del Mercado de Valores y Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, en las cuales se establece el carácter obligatorio de la clasificación de riesgo de los emisores de títulos de oferta pública, estableciéndose los requisitos que deben cumplir las empresas clasificadoras, los procedimientos generales así como la nomenclatura a utilizar en sus calificaciones.

Debido a que actualmente ya se encuentran autorizadas para operar las primeras dos compañías Clasificadoras de Riesgo, ambas de nivel internacional: Duff & Phelps Chile Clasificadora de Riesgo, Ltda. (DCR Chile Ltda.), cuyo domicilio es Santiago de Chile contando con un Representante permanente en El Salvador; y, la Clasificadora de Riesgo estadounidense Thomson BankWatch, Inc.; la vigencia de la normativa inicia en diciembre/97 con la autorización de Duff & Phelps.

La labor realizada en esta materia, a diciembre de 1998, se resume a continuación:



CLASIFICACION DE RIESGO EJECUTADA A DIC.1998

(Montos en millones de Colones)

EMISORES	CLASIFICACION THOMSON BANKWATCH	CLASIFICACION DUFF & PHELPS	DENOMINACION	MONTOS
AHORROMET SCOTIABANK	AAA		CIAHSCOTIA6	120.0
BANCO AGRICOLA COMERCIAL	AAA AA	AA AA	CIBAC2 CIBAC3	200.0 200.0
BANCO CAPITAL	A Y N-2		CICAP1	200.0
BANCO CUSCATLAN	AA Y N-1 AAA		CDP' S CIBANCUS6	200.0 100.0
BANCO SALVADOREÑO	AAA N-1 N-1 AA AA		CIBCOSAL3 CDP' S CDP' S CIVIVSAL1 CIAGROSAL1	70.0 100.0 350.0 300.0 300.0
LA CENTROAMERICANA	EAA-			ACCIONES
SEGUROS UNIVERSALES	EA			ACCIONES
FONDO SOCIAL PARA LA VIVIENDA	AAA E-AAA	AA+ AA+ AA+ AA+ AA+	CIFSV3 CIFSV4 CIFSV5 CIFSV6 CIFSV7	280.0 150.0 125.0 50.0 260.0
ALCALDIA MUNICIPAL SAN SALVADOR		AA-		80.0
BANCO DE COMERCIO		A+	CIBANCO5	125.0
CORPORACION BANCO		BBB+	CICOBNA01	100.0
TIENDA LA NUEVA TAPACHULTECA		BBB	CITAPA1	100.0

Fuente: FONDO SOCIAL PARA LA VIVIENDA

Como puede observarse, en la actualidad son pocas las empresas que acuden al mercado nacional, pero en la medida que se ejecuten acciones con el objeto de enfrentar los nuevos desafíos planteados por el mercado en cuanto a fiscalización, tecnología, capacitación e información para generar la confianza necesaria en los inversionistas y público en general, esta situación podrá

revertirse a un corto plazo.

Es oportuno considerar la existencia de enfoques que ponen en tela de juicio este papel de las Clasificaciones de Riesgo, opinando algunos de ellos que el fortalecimiento del mercado de capitales no se encuentra supeditado a la existencia -obligatoria- de esta actividad; oponiéndose a la misma por el hecho de que si bien esta es una actividad calificada implica un alto costo, el cual debe ser cubierto por el emisor, quien en su desempeño dentro del mercado debe cubrir una serie de gastos por comisiones, auditores, etc., lo que en definitiva iría en contra de la aseveración de que en este mercado se obtienen recursos más baratos. Y, en el caso de las pequeñas empresas se verían ante un encarecimiento de recursos que impediría su actuación en estos mercados minimizando su contribución en el desarrollo de los mismos.

De manera particular, se considera que los anteriores enfoques poseen validez en la etapa inicial de implantación de estos sistemas de clasificación, dentro de la etapa temprana de desarrollo de los mercados de capitales, como en el caso salvadoreño, donde empresas clasificadoras de reconocido prestigio vienen a brindar este servicio, con personal extranjero y mediante visitas específicas dirigidas a la empresa a evaluar, con responsabilidad económica de las mismas, lo que efectivamente hace que los costos se eleven, y por tanto se vuelvan inaccesibles para empresas pequeñas.

Pero, al lograrse un mayor grado de participación de muchas empresas hasta hoy renuentes a entrar al mercado, se superará esta etapa, y esa mayor demanda de servicios de clasificación llevará a la instalación permanente de sucursales en el país, reclutando personal nacional y a mediano plazo el efecto sobre los costos tenderá a disminuir.

Congruente con lo anterior y reconociendo que la Clasificación de Riesgo es uno de los pilares fundamentales del Sistema Bursátil, es la posición

expresada por la Bolsa de Valores sobre este tema^{xxi}, en el sentido de solicitar públicamente que se modificara la Ley del Mercados de Valores en cuanto establecer la Clasificación de Riesgo, de forma gradual y voluntaria durante un lapso de dos años, ya que según la ley esta clasificación se volvía obligatoria una vez fuesen autorizadas dos empresas clasificadoras, lo cual fue aprobado oportunamente^{xxii}.

De esta manera, mientras el mercado de capitales nacional no logre el grado de desarrollo necesario, así como se asegure la total transparencia del mismo, no puede esperarse el cumplimiento de la racionalidad del mercado, en el sentido de asegurar para aquellas empresas con una buena Clasificación de Riesgo (grado de inversión), un acceso a recursos de menores costos.

^{xxi} Publicación de EL DIARIO DE HOY, Sección Negocios, 26 de Febrero de 1998, Pág. 29

^{xxii} Reforma aprobada en Decreto N°374 del 14/08/98 de la Asamblea Legislativa.

CONCLUSIONES

Las conclusiones que surgen del análisis del papel de la Clasificación de Riesgo en los mercados de capitales son:

- Es una herramienta importante adicional en la toma de decisiones, tanto para pequeños inversionistas como para inversionistas institucionales, poniendo a disposición del mercado una opinión profesional, calificada e independiente sobre el riesgo crediticio de una empresa o instrumento, en forma simplificada y fácil de comparar.
- Contribuye a generar un clima de confianza indispensable para la toma de decisiones en todos los sectores del mercado: inversionistas, emisores, intermediarios, clasificadoras, fiscalizadoras y público en general, siendo esta confianza una de las bases para el desarrollo de los mercados de capitales, incrementando por consiguiente su liquidez y eficiencia.
- Facilitan el acceso a nuevas fuentes de financiamiento directo, más abundantes y a menores costos, según la clasificación obtenida. Una alta clasificación de un emisor permite que su capacidad para captar fondos aumente considerablemente, y en mejores condiciones, siempre y cuando el mercado de capitales posea un buen grado de desarrollo.
- Impacta positivamente a los mercados de capitales, ya que genera información calificada, transparente e imparcial que contribuye al desarrollo de los mismos, facilitando la colocación de instrumentos de oferta pública.
- Permite a las empresas evaluar su desempeño y mejorar en aquellas áreas donde sea necesario.
- Permite comparar, inclusive en el ámbito externo, la

calidad de los títulos según la clasificación obtenida, grado de inversión o especulativos, dada la estandarización del análisis de riesgo.

- Cumple un papel esencial en la asignación de los recursos en los mercados de capitales.
- La existencia de un sistema de Clasificación de Riesgo restringe el ingreso al mercado a firmas poco idóneas.
- Permite que los inversionistas institucionales, los Fondos de Pensiones entre ellos, diversifiquen el riesgo de sus inversiones al determinar cuáles emisiones poseen grado de inversión, impactando en el desarrollo del mercado de capitales.
- Las experiencias en otros países sobre esta materia, presentan más efectos positivos que negativos.
- Dado la importancia de generar un clima confianza y transparencia para que el mercado de capitales nacional inicie una etapa de desarrollo, es necesario realizar esfuerzos por revisar continuamente el marco regulatorio, adecuándolo a la realidad cambiante, para que limite los riesgos identificados, como el caso de la manipulación de información por parte de Auditores.
- No existen mecanismos coordinados que tiendan a disminuir los costos de la clasificación.

A N E X O S



ANEXO N° 1

CATEGORIAS DE CLASIFICACION

CATEGORIAS	TITULOS DE DEUDA A LARGO PLAZO
AAA	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan 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	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy 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.
A	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
BBB	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
BB	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses.
B	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
C	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
D	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presenta incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.
E	Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no ha presentado información suficiente, o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, además de no existir garantías suficientes.



CATEGORIAS		TITULOS DE DEUDA A CORTO PLAZO
N-1		Corresponde, a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con la más alta capacidad de pago de 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.
N-2		Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago de 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.
N-3		Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
N-4		Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores poseen una capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, que no reúne los requisitos para clasificación en los niveles N-1, N-2, N-3.
N-5		Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no ha proporcionado información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, además de no existir garantías suficientes.

CATEGORIAS		ACCIONES
NIVEL 1		Excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
NIVEL 2		Muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos
NIVEL 3		Buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
NIVEL 4		Razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.
NIVEL 5		Inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

CATEGORIAS		EMISORES DE VALORES
EAAA		Entidades con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones. No se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, industria o en la economía. Los factores de riesgo son insignificantes.
EAA		Entidades con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones. No se vería afectada ante cambios en la entidad, industria o en la economía. Los factores de protección son insignificantes, el riesgo es modesto.
EA		Entidades con muy buena capacidad de pago de sus obligaciones. Es susceptible a deteriorarse ante posibles cambios en la entidad, industria o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.



EBBB	Entidades con suficiente capacidad de pago de sus obligaciones. Es susceptible a debilitarse ante cambios en la entidad, industria o en la economía. Los factores de protección son suficientes.
EBB	Entidades con capacidad de pago de sus obligaciones. Es variable y susceptible a deteriorarse ante cambios en la entidad, industria o en la economía, puede incurrir en retraso en el pago de sus obligaciones. Los factores de protección varían ampliamente con las condiciones económicas y/o de adquisición de nuevas obligaciones.
EB	Entidades con el mínimo de capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados. Es muy variable y susceptible de deteriorarse ante cambios en la entidad, industria o en la economía, puede incurrir en pérdida de sus obligaciones. Los factores de protección varían muy ampliamente con las condiciones económicas.
EC	Entidades que no cuentan con capacidad de pago suficiente para el pago de sus obligaciones. Existe alto riesgo de pérdida de éstos. Existe un riesgo sustancial de que las obligaciones contractuales no sean pagadas a tiempo.
ED	Entidades sin la capacidad de pago de sus obligaciones. Presentan incumplimiento efectivo de estos o requerimiento de disolución, liquidación o quiebra en curso.
EE	Entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

SIGNOS "+" Y "-" ADICIONADOS A LAS CATEGORIAS

"+" Indica una tendencia ascendente hacia la categoría de clasificación inmediata superior
"-" Refleja una tendencia descendente hacia la categoría de clasificación inferior.



ANEXO N° 2

MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR
MONTOS TRANSADOS POR MERCADO
(Millones de Colones)

<i>AÑO/TIPO MERCADO</i>	<i>MERCADO PRIMARIO</i>	<i>MERCADO SECUNDARIO</i>	<i>REPORTOS</i>
1992	142.6	0	55.0
1995	2,349.0	583.0	18,237.0
1998	10,462.2	1,346.0	45,543.5

Fuente: Revista Bursátil, varios números,
Superintendencia de Valores de El Salvador



ANEXO N° 3

**PRINCIPALES INDICADORES BURSATILES
CENTROAMERICANOS A SEPTIEMBRE 1998**

(Valores en millones de US dólares)

CONCEPTO	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	PANAMA
Inicio operaciones	1976/1993	1992	1987/1996	1990/1993	1994	1990
Montos negociados	22,947.5	5,220.9	10,781.5	3,116.10	445.3	642.4
M. Primario	9,309.5	1,067.9	628.0	2,228.6	206.5	491.0
M. Secundario y reportos	13,638.0	4,153.0	10,153.5	887.5	238.8	151.4
N° emisores registrados	208	55	179	193	18	17
N° Casas Corredoras Registradas	49	23	102	34	13	17
N° Corredores inscritos en Bolsa	221	40	170	92	36	65
Entidad Supervisora del Mercado	Comisión Nacional de Valores	Superintendencia de Valores	Registro del Mdo. De Valores y Mercancías	Comisión Nacional de Bancos y Seguros	Superintendencia de Bcos. Y Otras Inst. Financ.	Comisión Nacional de Valores

Fuente: Revista Bursátil, Julio-Sept./98 Superintendencia de Valores de El Salvador



BIBLIOGRAFIA

1. **Avellaneda, Carmenza,** DICCIONARIO BILINGÜE DE TERMINOS FINANCIEROS, McGrawHill, 1996.
2. **Banca y Finanzas,** CALIFICADORAS DE RIESGO, <http://www.mercado.com>
3. **Bellido, Fernando y Vértiz, Carlos,** MERCADO DE VALORES, <http://161.132.89.11/proceso...inversiones>
4. **Bolsa de Valores de Lima,** EMPRESAS CLASIFICADORAS DE RIESGO, <http://www.bnl.com.pe>
5. **Bolsa Mexicana de Valores,** CLASIFICACION, <http://www.bmv.com.mx>
6. **BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR** [http://www.gbm.net/bolsa_valores/bolsa país.html](http://www.gbm.net/bolsa_valores/bolsa_país.html)
7. **Cortina Ortega, Gonzalo,** PRONTUARIO BURSATIL Y FINANCIERO, Editorial Trillas, 1992.
8. **Clase,** CLASIFICACIÓN DE RIESGO: PROCESOS, SEGUIMIENTOS, NIVELES. <http://www.clase.com.mx>.
9. **Chappell Quintana, Armando,** UN ALCANCE SOBRE LAS CLASIFICADORAS DE RIESGO, I y II PARTE, Revista Valores Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, N° 19 y 20, Marzo-Abril/97.
10. **Cheyre Valenzuela, Hernán,** ROL DE LA CLASIFICACION DE RIESGO EN LOS MERCADOS DE CAPITALS, ponencia DCR Chile, Agosto 1997.
11. **Cheyre Valenzuela, Hernán,** CLASIFICACION DE RIESGO INSTRUMENTOS FINANCIEROS, SINTESIS METODOLOGIA DCR. DCR Chile, Agosto 1997.
12. **DCR Chile,** RIESGO DE ACCIONES, Ficha N° 20, Julio 1997
13. **Duff & Phelps Chile,** Clasificadora de Riesgo Ltda. METODOLOGIA PARA LA CLASIFICACION DE RIESGO DE ACCIONES, BONOS, BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS. Duff@ctc.mundo.net
14. **Duff & Phelps Chile** Clasificadora de Riesgo Ltda, <http://www.superval.gob.sv>
15. **Duff & Phelps del Perú,** CLASIFICACION DE RIESGO: Proceso, Instrumentos clasificables, etapas, categorías de clasificación, metodologías, información requerida. <http://www.dcrperu.com>
16. **Fabozzi, Frank J., Modigliani, Franco, Ferri Michael G.,** MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS, Prentice

Hall, México, 1996

17. **Feller Schleyer, Alvaro**, LA CLASIFICACION DE RIESGO Y LOS NEGOCIOS DEL FUTURO, Chile Finanzas, Entrevistas,
<http://www.netup.cl/fine/entrevis/feller.htm>
18. **Feller Schleyer, Alvaro**, Clasificación Privada de Valores, LA REVOLUCION FINANCIERA. MANIFESTACIONES Y PERSPECTIVAS EN CHILE, Dic. 1989.
19. **Finanzas**, EL DESARROLLO DE UN MERCADO, Panamá, Feb./97, <http://www.pty.com>
20. **FUSADES**, Cuarta Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo en América Latina y el Caribe, "Bancos y Mercados de Capitales, Sistemas Financieros Sólidos para el Siglo XXI, San Salvador, 28-30 Junio/98
21. **Gerencia 300**, CLASIFICACION DE BANCOS,
<http://www.nortropic.com>
22. **Global Risk Management Consultants**, ANALYSING & CONTROLLING OPERATIONAL RISK,
<http://www.risk.slld.com>
23. **GLOSARIO DE TERMINOS BURSATILES**, Superintendencia de Valores, <http://www.superval.gob.sv>
24. **Yarur, Daniel**, CHILE: PLAZA FINANCIERA INTERNACIONAL, <http://www.finanzas.cl>
25. **Yarur, Daniel y Mella, Angélica**, GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS DE VALORES, Chile Finanzas, Información Financiera,
<http://www.netup.ch/fine/reportaj/yarur.htm>
26. **Montiel, Eduardo Luis**, EL FIN DE LA BANCA: CRONICA DE UNA MUERTE ANUNCIADA, Revista INCAE, Vol. IX N°2, 1996.
27. **Moody's Investor Service, Rating Approach**, RATING PROCESS, A CENTURY OF MARKET LEADERSHIP,
<http://www.moodys.com>
28. **Pacheco, Ernesto**. PRINCIPALES OPCIONES DE INVERSION PARA LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS, Boletín Económico del Banco Central de Reserva de El Salvador, Año 9, mayo/96, N° 95
29. **Ramírez, Augusto Mouchard y Romero Sánchez, Daniel**, LA CLASIFICACION DE RIESGO EN EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES, Revista LA BANCA, Oct. 1993
30. **Ramírez, David Ricardo**, EMPRESAS CLASIFICADORAS DE RIESGO, Boletín Económico del Banco Central de Reserva de El Salvador, Año 8, Abril/95 N° 82

31. **Sarabia, Ernesto.** NECESARIO REFORZAR LA SUPERVISION Y REGULACIÓN BANCARIA, El Economista, Análisis Económico, Abril/97, <http://www.sepiente.dgsca.u>
32. **Standard & Poor's Rating Services,** <http://www.ratings.com>
33. **Superintendencia de Valores,** LEY DEL MERCADO DE VALORES Feb./94
34. **Superintendencia de Valores,** REVISTA BURSATIL, Oct.-Dic./97, Enero-Marzo/98, Julio-Sept./98



NOTAS

¹ A pesar de que existen varios tipos de riesgo: riesgo de crédito, de liquidez, operacional, de tipo de cambio, de precio, tipo de interés, de mercado, riesgo país; en el presente artículo será abordado únicamente el riesgo de insolvencia, por ser el directamente relacionado con el tema del presente documento.

² Duff & Phelps Chile Clasificadora de Riesgo Ltda., "DCR Chile Ltda." fue la primera empresa clasificadora de riesgo autorizada en el país (13/11/97), posteriormente con fecha 21 de abril de 1998 se autorizó a Thomson Bankwatch, Inc., de nacionalidad canadiense y domiciliada en los Estados Unidos de América. A la fecha solo existen estas dos clasificadoras registradas y autorizadas para la clasificación de valores y sociedades en el país, lo que cumple el requisito establecido en la Ley del Mercado de Valores, para que la clasificación de riesgo tome un carácter obligatorio dentro del Sistema Bursátil Salvadoreño.

³ Entendida como la eliminación de fronteras entre países, en la búsqueda de recursos financieros en un mercado global.

⁴ Inversionistas, emisores, corredores de bolsa, fiscalizadores.

⁵ Riesgo país, es el grado de incertidumbre que se tiene sobre las condiciones del entorno político, económico y financiero para un país en un determinado período de tiempo. La Guía Internacional de Riesgo País (GIRP), entre otras, contempla diferentes medidas de riesgo país que estiman ese grado de incertidumbre, las cuales son abordadas con detalle en el artículo "Riesgo Político, Económico y Financiero: Breve metodología para el cálculo del índice de riesgo país" elaborado por Juan Carlos Cerna, y publicado en el Boletín Económico del Banco Central de Reserva, existe además, literatura específica fuera del área centroamericana que permite ampliar conocimientos sobre este tema.

⁶ En algunos países latinoamericanos estas empresas son conocidas como Calificadoras de Valores o Calificadoras de riesgo, en Estados Unidos como Rating Agencies; sin embargo en la mayoría de literatura reciente consultada, la tendencia es a identificarlas como Clasificadoras de Riesgo, como es el caso de Chile, Perú y otros países sudamericanos.

⁷ Con este calificativo se designa a aquellos mercados

relacionados con los países de economías en desarrollo, en las cuales el mercado de capitales se ha abierto, pero que no ha alcanzado un nivel de eficiencia bursátil.

⁸ El sistema de pensiones chileno manejó en 1997 aproximadamente \$35 mil millones, con una rentabilidad promedio del 4.7%, según lo expresado por el Superintendente chileno del Sistema de Pensiones, en el artículo "AFP's en la mira. Superintendente Chileno recomienda fiscalización autónoma", Sección Negocios, El Diario de Hoy, Enero 16, 1998, Pág. 32.

⁹ Se ha autorizado la disposición transitoria para que todas las emisiones que se negocien en la Bolsa de Valores a partir del 1° de Septiembre de 1998 y hasta el año 2000, puedan contar con al menos una clasificación de riesgo, y no las dos exigidas por la Ley del Mercado de Valores, conforme publicación de la Superintendencia de Valores sobre la Clasificación de Riesgo, La Prensa Gráfica, 13/Mayo/98, págs. 56/57.

¹⁰ Esto bajo el supuesto que la información financiera recibida por la Clasificadora de Riesgo refleja de manera fidedigna la situación real de la empresa, y que por tanto la labor de auditoria es confiable como base de la evaluación.

¹¹ Obligación "basura", se entiende aquella emitida por una empresa bajo la característica de ser un título de alto riesgo pero de elevado rendimiento.

¹² Se encuentran a disposición del público en los folletos ilustrativos de la labor realizada por estas empresas, las metodologías específicas de cada una de ellas, las cuales se encuentran disponibles en las oficinas de los representantes de las empresas autorizadas, en la Superintendencia de Valores y en las direcciones de INTERNET.

¹³ Consistente en la sustitución, dentro de las preferencias de los prestatarios, por emitir valores en vez del empréstito directo de los bancos.

¹⁴ Este es un fenómeno derivado del desarrollo de los mercados de capitales, caracterizado por las relaciones directas entre los agentes con necesidad de recibir financiación y los prestamistas. Este contacto directo entre el ahorrador y quien utiliza su ahorro permite el aumento de la flexibilidad en los plazos, por lo que se da el traslado del corto al largo plazo.

¹⁵ Entendiendo estas operaciones como aquellos pactos de venta de un título valor con promesa de recompra en una fecha futura determinada y a un precio que incluye el interés acumulado, sus plazos oscilan entre 3 y 45 días y sus tasas son variables según los plazos y dependiendo de las condiciones de mercado.

¹⁶ Según publicación de La Prensa Gráfica, Sección Economía, Febrero/98, se menciona dentro de las reformas a la Ley del Mercado de Valores, que data de 1994, que se encuentra en estudio en la Asamblea Legislativa, la incorporación de la penalización para aquellos auditores o firmas de estos que manipulen información financiera de las empresas que participan en Bolsa, aplicando penas de hasta 5 años para aquellos auditores o administradores que manipulen o alteren la información, esperando con esto superar la deficiencia en cuanto a la veracidad de la información base de la clasificación.

¹⁷ Conforme publicación del BCR del 19 de Junio/98 en La Prensa Gráfica, Pág. 36, bajo el título "Fortalecimiento de las Leyes Financieras", se expone que mediante el proyecto de Ley de Bancos, actualmente en discusión en la Asamblea Legislativa, se clarifica la posición del Estado en cuanto a lograr fortalecer la confianza del público en el Sistema Financiera a través de la existencia de instituciones bancarias más sanas, que brinden una mayor seguridad a los depositantes, siendo uno de los medios para alcanzar dicho objetivo el someter a los bancos a la calificación por una clasificadora de riesgo.