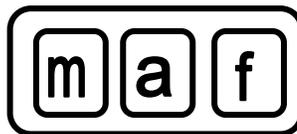


UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



COMO OPERAN LAS CLASIFICADORAS DE RIESGO

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

MARÍA SONIA PÉREZ BARAHONA

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

SEPTIEMBRE DE 2010

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESORA : MÁSTER ANA MILITZA FLORES ALVARADO

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER ANA MILITZA FLORES ALVARADO

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

SEPTIEMBRE DE 2010

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

INDICE

INTRODUCCIÓN	iv
I. GENERALIDADES DE LAS CLASIFICADORAS DE RIESGO	1
1. Sociedades Clasificadoras de Riesgo y las Ventajas que Otorgan sus Ratings	1
2. Una Perspectiva Histórica	3
3. Influencia de las Clasificaciones sobre las Decisiones de Estructura de Capital	6
4. Impacto Real de las Sociedades Clasificadoras y el Efecto Contagio	9
5. Fracasos en la Clasificación Crediticia	10
6. El Rol de las Clasificadoras de Riesgo en la Crisis Subprime	11
7. La Regulación de la Industria de Clasificación se Queda Corta	14
II. METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN	17
1. Modelo Moody's Investor Service	17
2. Clasificación de Bonos Soberanos	20
3. Clasificación para Industria Detallista Global	23
CONCLUSIONES	30
REFERENCIAS	32
Bibliografía	32
Notas	34
ANEXOS	

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo pretende ser una aproximación para todo aquel que desee conocer acerca de la operatividad de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo: SCRs, evolución, impacto en la economía, influencia sobre las decisiones de estructura de capital de las empresas emisoras y metodologías de asignación de *rating* utilizadas, entre otros. Las primeras SCRs, se formaron hace más de 100 años con el objetivo de proporcionar una fuente confiable de información sobre el grado de riesgo de las obligaciones emitidas por las compañías de ferrocarriles y otras empresas norteamericanas, con lo cual aquellas lograron sustanciales beneficios vendiéndole esa información a los inversionistas. Durante los años 70's, la difusión de la tecnología del fotocopiado facilitó la reproducción no autorizada de manuales de clasificación de las SCRs, minando el modelo de ingreso tradicional en el que el inversionista pagaba por la información deseada, ante tal situación, las clasificadoras respondieron con un cambio en su modelo de negocio en el que el emisor paga por las clasificaciones. Ese cambio intensificó los conflictos de interés entre las SCRs y los emisores de títulos. Al respecto, estas sociedades argumentan que su interés económico en el mantenimiento de su capital reputacional las aísla de la influencia indebida por parte de los emisores en sus decisiones de clasificación.

Indiscutiblemente, la importancia de las Clasificadoras ha incrementado cada vez más desde la globalización, porque la clasificación que otorgan es una forma para que los inversionistas puedan comparar títulos financieros sin tener que poseer un conocimiento específico. Sin embargo, la historia ha demostrado que las SCRs han sido lentas para reaccionar ante los acontecimientos del mercado. Por ejemplo, tardaron en prever problemas financieros de los emisores soberanos, tales como el colapso de Argentina en el 2001, las crisis asiática y rusa, y de empresas establecidas como *Enron*, *Worldcom*, *Parmalat*, incluso en la crisis *subprime*.

Las SCRs representan el máximo ejemplo de un mercado desregulado en el mundo financiero y, por consiguiente, muy controversial. En julio de 2010, el presidente de Estados Unidos, Barack Obama promulgó la ley de reforma financiera que incluye el endurecimiento de las reglas para las clasificadoras, con la esperanza de que la supresión de los conflictos de interés impidiera que se produzcan las clasificaciones infladas que contribuyeron a la crisis *subprime*.

En la parte final de este trabajo se comenta sobre la evaluación del riesgo crediticio efectuada por una de las Clasificadoras más importantes a nivel mundial *Moody's Investor Service*, destacando que su análisis se centra en factores fundamentales que determinarán la capacidad a largo plazo de un emisor para atender el pago de su deuda. Asimismo, se pone énfasis en la estabilidad y previsibilidad de los flujos de caja.

I. GENERALIDADES DE LAS CLASIFICADORAS DE RIESGO

1. Sociedades Clasificadoras de Riesgo y las Ventajas que Otorgan sus Ratings

Las Sociedades Clasificadoras de Riesgo: SCRsⁱ son entidades especializadas en la evaluación de empresas, siendo su fin principal la clasificación de riesgo de instrumentos de deuda, proveyendo a los inversionistas de una opinión profesional, oportuna e independiente respecto de la calidad crediticia, es decir, probabilidad de que se realice un oportuno pago de intereses y amortizaciones de los instrumentos ofrecidos en el mercado. Las SCRs están en el nivel más alto y más problemático de la arquitectura financiera mundial. Este negocio está dominado por las compañías Moody's Investors Service (Moody's) y *Standard & Poor's Ratings Group (S&P)*. De la fusión entre sociedades europeas y estadounidenses se creó *Fitch Ratings (Fitch)*, la cual, aunque es la tercera más grande del mundo, está muy rezagada comparada con las primeras dosⁱⁱ. Las SCRs evalúan tanto a empresas como bancos, fondos de inversión y aseguradoras como a estados nacionales, provinciales o municipales. Sus opiniones se expresan mediante una clasificación alfabética y se les denomina notas, clasificaciones de riesgo o ratings.

Las equivalencias de clasificaciones de riesgo de las tres SCRs más importantes del mundo se pueden revisar en la Tabla No. 1:

Tabla No. 1. Equivalencias de Clasificaciones de Riesgo

Grado	Moody's	Fitch y Standard & Poor's	Significado
Inversión	Aaa	AAA	Calidad Óptima: La mayor clasificación
	Aa1	AA+	Alta Calidad: Muy Fuerte. Difiere muy poco de la AAA
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	Buena Calidad: Un poco más susceptible a los cambios económicos que la AA
	A2	A	
	A3	A-	
	Baa1	BBB+	Calidad satisfactoria que disminuirá con un cambio de circunstancia
	Baa2	BBB	
Baa3	BBB-		
Especulativo	Ba1	BB+	Moderada seguridad; mayor exposición frente a factores adversos
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
	B1	B+	Seguridad reducida, mayor vulnerabilidad
	B2	B	
	B3	B-	
	Caa	CCC	Vulnerabilidad identificada
	Ca	CC	Retrasos en pagos
	C	C	C
D			Emisión con incumplimiento declarado

Fuente: http://www.hispamer.es/presentacion/informacion_inversores.html

Debe tenerse en cuenta que una clasificación es una proyección a futuro sobre el riesgo relativo de que un emisor pueda cumplir íntegra y oportunamente con sus obligaciones, no es una predicción exacta del momento en que ocurrirá un incumplimiento o una indicación del nivel absoluto de riesgo asociado con una obligación financiera específica. Una clasificación no es una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, en tanto se produce sin tomar en consideración los objetivos de inversión de cada agente, el precio de los valores o la correlación del valor con el resto de la cartera. Tampoco puede considerarse como una valorización de la empresa emisora, una garantía del valor o una auditoría al emisor, ya que la clasificadora en su proceso de clasificación se vale de la información proporcionada por el emisor, que ya fue revisada por los profesionales que dedican a esa actividad.

La clasificación de riesgo ofrece grandes ventajas para el desarrollo del mercado de valores, entre las que se cuentan:

Para el Inversionista

- ⊕ La clasificación es un mecanismo que facilita las decisiones porque permite un sistema de fácil comparación entre las diferentes alternativas ofrecidas en el mercado y mejora la información disponible sobre los valores en los que desea invertir. Para poder invertir estas funciones, las clasificaciones deben reflejar correctamente el riesgo y sobretodo ser consistentes;
- ⊕ Los inversionistas requieren información suficiente, oportuna e imparcial sobre la calidad crediticia de los emisores para poder realizar sus evaluaciones sobre el riesgo de cada operación. En este sentido, el hecho de que las clasificadoras pueden acceder a información reservada que se refleje en sus rating, les proporciona un “bien” o una fuente para contrastar opiniones;
- ⊕ Reducen la incertidumbre para promover el crecimiento del mercado, una mayor eficiencia y liquidez;
- ⊕ Se amplían los horizontes de inversión, pues aun los inversionistas más sofisticados de un mercado particular carecen de la experiencia o conocimiento para analizar la amplia gama de instrumentos de deuda a través de las diferentes industrias y países;
- ⊕ Promueven las inversiones internacionales y la diversificación de portafolio;
- ⊕ Establecen límites de inversión en la medida en que las clasificaciones pueden ser usadas como benchmark; y,
- ⊕ Contribuyen con el establecimiento de primas por riesgo en la negociación de instrumentos;

Para el Emisor

- ⊕ La clasificación ofrece flexibilidad en la financiación ya que el acceso al mercado suele traducirse en costes de financiación más bajos, especialmente para los emisores con ratings más elevados.

- ⊕ La credibilidad de los ratings también permite a los emisores clasificados acudir a los mercados de capitales con mayor frecuencia y de forma más económica, y colocar emisiones de mayor volumen y con mayores vencimientos.
- ⊕ Por otra parte, puesto que los ratings tienen una amplia difusión, son de uso generalizado y claramente comprensible por los inversores institucionales, pueden servir para poner los títulos de deuda de un emisor en contacto con un mayor número de compradores potenciales.
- ⊕ En los mercados internacionales de capitales, el rating es, en realidad, su tarjeta de presentación, capaz de proporcionarle acceso en mercados donde no se conoce muy bien al emisor o donde los inversores pueden no estar familiarizados con el idioma, cultura de empresa o prácticas contables del emisor.

El incremento del número de emisores y de la variedad de instrumentos emitidos, así como la mayor interacción entre mercados financieros, ha hecho más difícil evaluar las alternativas de inversión. Por esta razón, en el curso de una transacción, los inversionistas consultan una serie de proveedores de información. Para que las clasificadoras puedan cumplir con esta función de proveedores de información, deben cumplirse ciertas condiciones:

- a) La independencia de criterios, es decir, no deben existir conflictos de intereses con emisores, inversionistas, intermediarios financieros o gobierno o cualquier tipo de interferencia con su objetividad;
- b) El derecho de mantener la confidencialidad de la información que reciben, siendo el emisor el obligado a revelarla al mercado cuando corresponda;
- c) La solvencia económica que le permita contratar buenos analistas, contar con los recursos necesarios para desarrollar su actividad y rechazar cualquier presión del emisor ante la amenaza de resolución del contrato o suspensión de pagos; y
- d) La difusión permanente de su actividad.

De las cuatro variables antes mencionadas, la independencia es la espina dorsal del sistema, en tanto le permite lograr la credibilidad de inversionistas, emisores y mercado en general. Por ejemplo, el mercado no apreciará una asociación de clasificadoras o dudará de su independencia si éstas forman parte de organizaciones de emisores o inversionistas.

2. Una Perspectiva Histórica

Los mercados de bonos funcionaron a nivel internacional por 300 años antes de que las SCRs aparecieran por primera vez en los Estados Unidos de América USA. Las SCRs surgieron a mitad del siglo XIX durante la construcción de las grandes vías ferroviarias estadounidenses. Se trataba de negocios financiados por capitalistas ingleses, los cuales no tenían información sobre la solvencia de las empresas constructoras. El servicio que ofrecían las empresas clasificadoras era el de analizarlas y evaluarlas e informar a los inversionistas británicos.

En la era pre-SCRs, algunos aseguradores realizaban cierto tipo de certificación y control en beneficio de los inversionistas. A partir de entonces, las clasificaciones elaboradas por terceros ayudaron a mitigar los problemas de "información asimétrica" entre los emisores, aseguradores y los inversionistas, mediante la centralización de los esfuerzos para reunir y analizar la información requerida para calcular, controlar y actualizar la probabilidad de impago de los bonos individuales. Al hacer todo esto de una manera creíble, se amplió la gama de inversionistas dispuestos a conservar los bonos por largo tiempo y pudo entonces estimularse el interés de inversionistas que carecían de los recursos suficientes para realizar un análisis de crédito completo e independiente. Construir una sólida reputación ha sido siempre una meta para el éxito de cualquier SCR. De hecho, las primeras de ellas originalmente obtenían sus ingresos mediante la venta directa a los inversionistas de manuales de clasificaciones, prosperando las clasificadoras en la medida en que sus predicciones de la probabilidad de incumplimiento demostraban cada vez ser más fiables. En efecto, *Poor's Publishing Co.* publicó su primera clasificación en 1916. Con el tiempo, la acumulación del capital reputacional de las SCR exitosas dificultó la entrada para nuevas SCR.

A principios de 1930 se complicaron los incentivos para que estas sociedades produjeran información confiable para los inversionistas, debido a la introducción de las clasificaciones en el proceso regulador. Los entes reguladores del sistema financiero comenzaron a utilizar las clasificaciones para limitar el riesgo de los activos en poder de las entidades reguladas. Como consecuencia de lo anterior, se intensificó la presión sobre las SCR para inflar los ratings de los valores con menor grado de clasificación, dada la tendencia de los clientes regulados a buscar mayores rendimientos y encontrar vías para reducir la carga regulatoria. Por supuesto, el interés de las SCR en proteger su reputación debería proporcionar un saludable contra incentivo a ese tipo de comportamiento. Actualmente Basilea IIⁱⁱⁱ - el estándar internacional que sirve de referencia a los reguladores bancarios-, en el Pilar I^{iv} "Cálculo de los Requisitos Mínimos de Capital", toma en cuenta la calidad crediticia de los prestatarios, con la finalidad de determinar el riesgo de crédito de los activos en riesgo propiedad de los bancos, en donde, la probabilidad de incumplimiento y la pérdida en el momento de incumplimiento, se calculan implícitamente a través de las clasificaciones de riesgo crediticio publicadas por las agencias de ratings.

Algunas investigaciones muestran que durante el siglo XX las SCR han realizado razonablemente bien sus funciones, en relación con los indicadores de medidas regulatorias y con las estadísticas de incumplimiento. No obstante, la inflación de los ratings se ha producido. Un estudio realizado en el 2008 observa que, si bien es cierto, las clasificaciones muestran los riesgos relativos razonablemente bien, en promedio, son menos fiables como indicadores de riesgo de crédito total, como lo indica la tendencia al alza en el tiempo de las probabilidades de incumplimiento asociadas con niveles de clasificación específica -de ahí la frecuente necesidad de revisar los criterios de puntuaciones-.^v

Durante la década de 1970 la propagación de la tecnología de fotocopiado facilitó la reproducción no autorizada de manuales de evaluación de las SCR's, lo cual minó el modelo tradicional de ingresos^{vi} conocido como "*user-pay*", donde el inversionista es quien paga. En consecuencia, estas firmas debieron cambiarse al modelo de negocio que utilizan en la actualidad, en donde el emisor es el que paga los servicios de la clasificadora, llamado "*issuer-pay*". Éste cambio intensificó los conflictos de interés con los emisores, lo que provocó que los emisores y sus suscriptores "compraran" sus clasificaciones y se negaran a pagar por valoraciones que consideraban demasiado bajas.

Con el nacimiento de la deuda titularizada, la presión para obtener un rating favorable fue particularmente intensa, porque la gran cantidad de suscriptores de deuda estructurada podrían dirigir sustanciales futuros ingresos de una SCR's colaboradora, lo que aumenta el potencial de influencia indebida. Las clasificadoras argumentaron que su interés económico en el mantenimiento de su capital reputacional las aislaría de la influencia indebida por parte de los emisores en sus decisiones de clasificación de deuda titularizada. Pero este argumento se volvió cada vez menos convincente cuando los rendimientos de clasificación de deuda estructurada comenzaron a aumentar bruscamente y, en su cúspide, representaron casi la mitad de los ingresos de las tres empresas dominantes. Otra debilidad inherente del acuerdo "*issuer-pay*" es que socava los incentivos de las SCR's para supervisar y rebajar los valores en el mercado post-emisión. El re-rating de los títulos se suele pagar por una tarifa de mantenimiento por parte del emisor. Pocos emisores están dispuestos a ser supervisados de cerca, especialmente cuando la vigilancia es apta para dar lugar a baja en la clasificación, por lo que no es de extrañar que los ratings raramente bajan hasta mucho tiempo después que la información pública ha dado señales de un deterioro evidente en la probabilidad de *default* de un emisor.

No fue sino hasta 1975 que la Comisión de Bolsa y Valores (SEC por sus siglas en inglés) se enfrentó al problema de cómo determinar si una SCR's en particular podría ser solicitada para proporcionar puntuaciones de suficiente calidad que pudieran ser utilizadas en el proceso de reglamentación. La solución de la SEC a este problema fue certificar a las SCR's que cumplieran con estándares suficientemente altos para ser designadas como *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs). Para las nuevas empresas en la industria de clasificaciones, los costos y la incertidumbre de obtener el estatus de NRSROs impuso una barrera adicional, además de la desventaja de no contar con la experiencia del capital reputacional. De 1975 a 2002, aunque la SEC recibió numerosas solicitudes de entidades en los EE.UU. y del extranjero, solo una nueva SCR's fue aprobada. La designación NRSRO fortaleció el poder de mercado de las tres empresas dominantes titulares: Moody's, S&P y Fitch. La posición de oligopolio que tienen estas empresas reduce sus incentivos para competir por el desarrollo de métodos, clasificaciones y procedimientos más eficaces. Aunque la SEC reconoció recientemente a un puñado de firmas adicionales como NRSROs en respuesta a presiones del Congreso para aliviar las barreras de entrada, se tardará un tiempo considerable para las nuevas SCR's entrantes obtener una cuota de mercado cercana a la de las tres empresas dominantes.

Las SCRs permanecieron en gran medida en los Estados Unidos de América hasta la década de 1970. En 1972 se fundó la primera SCRs fuera de USA: *Canadian Bond Rating Services* en Montreal, Canadá. En Japón, esta labor se inicia en 1979 con la conversión del servicio de información sobre bonos del diario *Nikon Keizai Shimbun* en una sociedad de esta naturaleza. En Europa, la primera de estas firmas surgió en España en 1985: Renta 4 S.A. En América Latina la primera clasificadora de valores se autorizó en Chile en 1988 y el segundo país de la región en donde se constituyó fue en México; en enero de 1990. Aunque el mercado principal fue la evaluación de obligaciones *bond-rating*, hoy en día también lo hacen para acciones *stock-rating* y para el mercado de dinero.

Actualmente cada una de las SCRs analiza varios billones de dólares de deuda. Generalmente solo se realiza una evaluación de deuda si hay una petición y las empresas que la solicitan pagan por ello. Sin embargo, aproximadamente el 10% de las emisiones de deuda en USA son evaluadas por ellas sin costos y son expuestas como información pública o evaluación no solicitada. En Europa, el otro gran mercado, fue apenas durante la década de los noventa cuando estas SCRs ingresaron. Esto se debió a que muchos países tenían una regulación estatal, con lo cual un rating era superfluo, ya que había una garantía estatal. Apenas con la desregulación y la eliminación de la obligación de certificar su deuda con el Estado se generó una brecha de credibilidad y se abrieron las puertas a las tres grandes Clasificadoras.

3. Influencia de las Clasificaciones sobre las Decisiones de Estructura de Capital

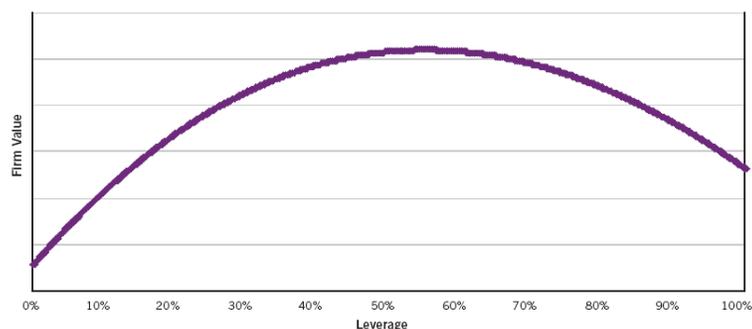
Desde 1909, cuando John Moody comenzó a ofrecer clasificaciones de un puñado de compañías de ferrocarriles, la administración de las sociedades se ha preocupado por las clasificaciones crediticias de sus empresas. Prácticamente todas las empresas con una deuda pública tienen una clasificación de rating y también lo hacen muchas empresas sin deuda pública. Algunas tienen como objetivo mantener un rating fijo, mientras que otras están comprometidas en mantenerse por encima de un piso -por ejemplo, del grado de inversión-. Para alcanzar sus clasificaciones crediticias específicas, algunas entidades han cambiado su estructura de capital mediante la emisión de capital o la recompra de deuda, mientras que otras fortalecen sus balances a través de mecanismos como la venta de activos o recortes de dividendos.

Clasificaciones de Riesgo y la Estructura Óptima de Capital

En 1958 Franco Modigliani y Merton Miller demostraron que la estructura de capital es irrelevante para el valor de la empresa dado ciertos supuestos. Desde entonces, muchos trabajos de investigación se han centrado en la identificación de posibles violaciones de los supuestos y sus implicaciones para la estructura óptima de capital. Una teoría de la estructura de capital, *trade-off theory*, propone que una empresa que maximiza el valor va a equilibrar los beneficios de la deuda frente a los costos para determinar su estructura óptima.

La deuda proporciona ventajas fiscales a la empresa, sin embargo, también impone presiones, debido a que los pagos de intereses y de principal son obligaciones, si no se cumple con éstas obligaciones, la empresa corre el riesgo de incurrir en cierto grado de quiebra financiera. La quiebra última es la bancarrota, en la cual la posesión de los activos de la empresa es transferida legalmente de los accionistas a los tenedores de bonos. La teoría de trade-off sostiene que las empresas determinan sus coeficientes de apalancamiento pesando estos costos y beneficios entre sí. La Figura No. 1 muestra el valor de la empresa como una función de apalancamiento para una empresa hipotética basada en la teoría trade-off que se acaba de describir -con exclusión de los beneficios específicos a las clasificaciones crediticias-. En esta figura, el valor de la empresa es maximizado con un apalancamiento -deuda / capital total- del 55%.

Figura No. 1. Valor de la Empresa según Trade-off Theory

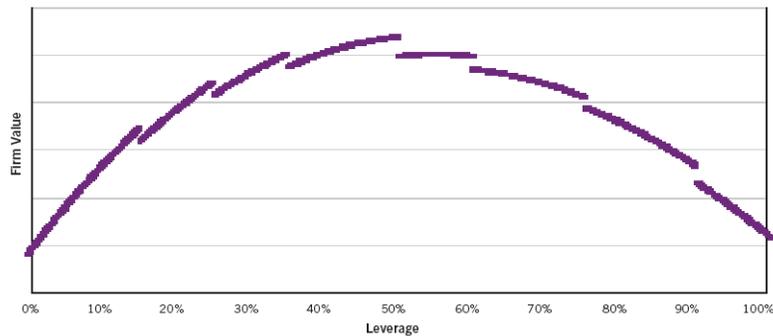


Fuente: Darren J. Kisgen, 2008

Ya que el apalancamiento de una empresa afecta su clasificación crediticia, los beneficios de obtener altos ratings son relevantes para determinar el apalancamiento óptimo de una firma, además de las consideraciones tradicionales. Así también, a diferencia de la trade-off theory, que con eficacia distingue el valor de la empresa como una función de apalancamiento más o menos "continua", los niveles de clasificación crediticia generan ventajas en niveles discretos de ratings, implicando que el valor de la empresa "salte" en ciertos niveles de apalancamiento. Por lo anterior, se considera que las clasificaciones de riesgo podrían implicar un apalancamiento óptimo menor al que resulta si consideramos solamente la trade-off theory, especialmente cuando los beneficios de una clasificación crediticia más alta son grandes para una firma en particular.

Por ejemplo, al considerar una empresa cuyo apalancamiento óptimo basado en la trade-off theory solo implica una clasificación crediticia de BB, es decir, una posición de grado especulativa. Suponiendo, además, que ésta firma experimentaría ventajas al obtener una clasificación con grado de inversión pues atraería a una gama potencial de inversionistas -quienes tienen prohibido comprar bonos de empresas sin grado de inversión-. En tal caso, como se muestra en la Figura No. 2, la liquidez y costos de deuda más bajos a consecuencia de contar con clasificación de grado de inversión, podrían pesar más que los incentivos fiscales de tener mayor deuda. Aquí el apalancamiento óptimo de la firma se cae del 55% al 50% para reflejar las ventajas adicionales de obtener una clasificación más alta de grado de inversión.

Figura No. 2. Valor de la Empresa con Clasificación de Riesgo y Trade-off Theory



Fuente: Darren J. Kisgen, 2008

¿Cómo puede la clasificación de riesgo afectar el valor para los accionistas?

El mantenimiento de una clasificación crediticia concreta proporciona varios beneficios potenciales para una empresa. Éstos incluyen la capacidad de emitir papel comercial, el acceso a inversionistas normalmente sometidos a restricciones para que inviertan en bonos de la empresa, menores requisitos de información, reducidos requerimientos de capital de reserva a inversores, la mejora de relaciones con terceros y el acceso a swaps de tipos de interés o a los mercados de eurobonos. La SEC, en un informe sobre el rol y la función de las SCRs, requerido por la Ley *Sarbanes-Oxley*, resumió estos beneficios de la siguiente manera: "La importancia de las clasificaciones crediticias para los inversionistas y otros participantes del mercado ha incrementado considerablemente, impactando el acceso a y el costo de capital de un emisor, la estructura de las transacciones financieras, la capacidad de los fiduciarios y otros para hacer inversiones particulares."

Las empresas se preocupan por las clasificaciones crediticias en la medida en que la baja del rating puede desencadenar en otros eventos. En algunos casos, por ejemplo, los contratos de bonos están directamente vinculados a la clasificación crediticia de la empresa, en donde las consecuencias posiblemente serán costosas en caso de descenso en el rating. Bajas en las clasificaciones pueden resultar en aumentos en las tasas de los bonos cupón, pérdida de contratos o recompras de bonos. Además, los acuerdos de fusión a veces dependen de que las empresas involucradas mantengan niveles de clasificación determinados. Un ejemplo de la gravedad potencial del impacto de las clasificaciones, citado por *Darren J. Kisgen (2007)* es el caso de Enron, que se enfrentó a pagos acelerados de la deuda por 3,900 millones de dólares como resultado de una rebaja de clasificación crediticia. Además, según el mismo autor, cuando *Tyco International* degradó su rating en 2002, se dispararon convenios de préstamos que obligaron a la compañía a pagar unos \$530 millones en deuda. Y cuando *Aquila, Inc.* degradó su rating en 2002, el cambio de clasificación disparó un potencial de \$238 millones en demandas adicionales de dinero en efectivo. Cualquier situación de este tipo obligaría a un CEO o CFO a concentrarse en mantener un nivel de clasificación en particular.

En consonancia con estos argumentos, una investigación de campo realizada por Darren J. Kisgen (2007), proporciona evidencia de que cuando las empresas están cerca de un cambio en su clasificación de riesgo, la administración hace movimientos en su estructura de capital - es decir incrementar el capital en lugar de la deuda - o reducir la deuda en vez del capital - que parecen estar diseñados para evitar la rebaja y para lograr mejoras. Y en los casos en que las compañías son degradadas por debajo de sus clasificaciones objetivo, toman decisiones encaminadas a restablecer las valoraciones.

Por lo tanto, es importante señalar que la política de la estructura de capital debe ser diseñada para adaptarse a las circunstancias de cada empresa en particular, ya que una estructura de capital inadecuada, guiada por el deseo de mantener una clasificación, en donde, por ejemplo, el costo y el peso de la deuda sean mayores al costo y peso del capital propio, trae como consecuencia que los accionistas y prestamistas exijan un rendimiento mayor, por lo tanto, el valor de la empresa se verá disminuido.

4. Impacto Real de las Sociedades Clasificadoras y el Efecto Contagio

Las SCRs generan tanto efectos positivos como negativos. Del lado positivo, se puede mencionar que las Clasificadoras tienen una visión de “largo plazo”. Es decir, la SCRs está interesada en saber el valor real de la empresa tomando en cuenta variables macro y micro económicas. Su segunda gran ventaja es que, como actualizan la información cada cierto período -mensual, trimestral, etc.-, empiezan a generar por la acumulación de evaluaciones un conocimiento específico y único, lo cual justifica el por qué el suyo es un mercado oligopólico tan concentrado. Cualquier competencia tardaría años en obtener dicho conocimiento exclusivo. Para los inversionistas significa que no están obligados a conseguir dicho conocimiento, ya que las SCRs emiten un resumen del conocimiento específico en la clasificación. De la teoría microeconómica sabemos que nadie pone en duda dicho resultado, por el simple hecho que el costo marginal de conseguir esa información sobrepasa el beneficio marginal, por lo que no resultaría rentable.

Ahora bien, un problema es que sus clasificaciones orientan los flujos de capital, son interminables los casos en los que las Sociedades Clasificadoras de Riesgo han influido en direccionar los flujos de capital especulativo: el mercado de las tecnologías de información y comunicación, el mercado subprime, etc. Por ejemplo, no hubieran sido posibles las tasas de crecimiento de los tigres asiáticos si no se hubieran dado clasificaciones muy altas para el sector industrial de esos países. Por una parte, permitieron que grandes cantidades de capital golondrina fluyera a esas economías y, al mismo tiempo, la elevada clasificación reducía las tasas de rendimiento esperadas; y por otra parte, también han influido directamente, provocando o incrementando las crisis, en especial de la región asiática y latinoamericana. Al bajar repentinamente la clasificación, origina una huída del capital golondrina, ya que el rendimiento esperado se incrementa por el aumento en el pronóstico del riesgo.

La globalización provoca que cuando una economía entra en problemas y su clasificación de riesgo baja, impacte en todas las economías de la región, resultando en lo que se conoce como “efecto contagio”. Lo que queda claro es que las SCR’s dirigen los flujos de capitales desde y hacia los mercados financieros. De acuerdo a Brugger Jakob, S.I. (2009), la crisis hipotecaria provocó que los flujos de capitales fluyeran hacia los *commodities*, principalmente al petróleo y a los alimentos, y generó una burbuja de precios futuros y una crisis alimentaria mundial.

Además de dirigir los flujos, las clasificadoras jamás predijeron una crisis, nunca dieron a conocer los problemas de las regiones, como el capitalismo de compadres^{vii} en los tigres asiáticos, fenómeno conocido desde el comienzo pero jamás informado a los inversionistas; o las clasificaciones que daban a los derivados de la crisis subprime estadounidense en 2007-2008, para posteriormente declarar que no tenían metodología para evaluarlas. Sin embargo, cuando comienza el desequilibrio –como la caída de precios de los inmuebles en Bangkok– bajan radicalmente las clasificaciones de toda la región y fomentan el contagio bursátil y financiero de las regiones en general. Fue así que Indonesia resultó ser el país más afectado en la crisis asiática, aunque no tenía relación con la burbuja inmobiliaria de Tailandia.

De esta manera se ve que las Clasificadoras son una de las piezas clave en los auges y en las crisis financieras, así como en sus contagios. En un principio tienen el poder de dirigir los flujos de caja dando clasificaciones demasiado altas. Cuando surge la crisis, afectan a la economía al fomentar el efecto rebaño con la caída drástica de la clasificación –una medida necesaria para ellas no perder prestigio–. Al mismo tiempo, tienen que bajar la clasificación de toda la región, ya que las variables macroeconómicas regionales son afectadas.

5. Fracasos en la Clasificación Crediticia

Las SCR’s han sido acusadas de ser lentas para reaccionar a los acontecimientos del mercado, por ejemplo en prever problemas financieros de los emisores soberanos, tales como en la crisis de la deuda de América Latina y el colapso de Argentina en el 2001 y de las empresas establecidas (Enron, Worldcom, Parmalat), incluso en la crisis subprime^{viii}. Las SCR’s no daban a entender que Argentina estaba a punto de declararse en situación de impago, hasta que, un mes más tarde, el gobierno declaraba la suspensión de pagos y devaluaba el peso argentino. En palabras de Franklin Allen, profesor de finanzas de la Universidad de *Wharton*, las SCR’s se evadieron de toda culpa. Impedir el desastre es más evidente en algunos países, dice Allen añadiendo que: “Con Argentina deberían haber reaccionado mucho antes”. La crisis rusa fue muy parecida. En octubre, unas pocas semanas antes de la suspensión de pagos de la Federación Rusa, Moody’s aprobó a Rusia el estatus de país apto para la inversión aumentando la clasificación a Baa3. Además, los analistas aún se reían de la catalogación de país apto para la inversión de México en 1994 por parte de las SCR’s, tan solo unos meses antes de que la moneda de ese país se hundiese.

Las SCRs, al igual que se vieron atrapadas en el caso de Argentina, se encontraron en una difícil situación con Uruguay. “Uruguay todavía estaba catalogado como país apto para la inversión cuando la crisis de deuda de Argentina estaba en su clímax y la inminente situación de impago era evidente”, dice Toby Nangle, Director de Renta Fija y Divisas en *Baring Asset Management*, lo anterior de acuerdo a Finanzas e Inversiones (2004). Por ejemplo S&P no degradó a Uruguay en su rating hasta enero de 2002, dos meses después del descenso de Argentina en su clasificación. La dependencia que Uruguay tiene en los depósitos en bancos argentinos era muy conocida, así como era fácil predecir una salida masiva de capitales en Uruguay, al respecto, Nangle expresa: “De verdad que no sé por qué las SCRs no actuaron en consonancia con los ratings de Argentina. Tal vez eran conscientes del potencial *feedback* y no querían empeorar la situación, en cuyo caso no estaban cumpliendo con su obligación de servir a sus suscriptores”.

Más recientemente, en la crisis subprime, una investigación llevada a cabo por el Senado estadounidense concluyó que las dos entidades -Moody's y S&P- las cuales recibían importantes comisiones de los bancos, generaron niveles de confianza poco aconsejables para bonos de alto riesgo. Un claro ejemplo, es el caso de los bonos *Abacus 2007-AC1* emitidos por *Goldman Sachs Group Inc.*, que a menos de un año después de salir a circulación, las SCRs habían rebajado su valor en un 100% (Ver Anexo 1). Moody's S&P, otorgaron a Abacus una clasificación de Triple A. Las acciones de ambas firmas cayeron en parte debido a la preocupación de que la acusación contra Goldman -demanda civil entablada por USA- planteara nuevas dudas sobre la capacidad de las Clasificadoras para evaluar correctamente el riesgo de los bonos.

No obstante todo lo anterior, una prueba de que la influencia de las Clasificadoras sigue intacta después de la crisis financiera global surgió a finales de abril 2010, cuando S&P rebajó las clasificaciones de deuda de Grecia, Portugal y España. El anuncio hundió temporalmente los mercados y renovó las críticas sobre el trabajo que realizan las SCRs. En lugar de ser tachadas por exceso de indulgencia, como sucedió con la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos de América, las Clasificadoras fueron acusadas de lo contrario: exceso de severidad al juzgar a los europeos.

6. El Rol de las Clasificadoras de Riesgo en la Crisis Subprime

Debido a la crisis subprime - el problema con las hipotecas que está causando a algunos propietarios perder su casa y a otros no poder comprar una, el millonario rescate bancario, y las numerosas noticias deprimentes de informes de desaceleración económica o recesión - la palabra “Cisne Negro” parece estar en la mente de muchos en el mundo financiero, sin embargo, Geoff Booth y Elias Mazzawi, de London Business School, plantean que muchas de las fallas que han llevado a las actuales condiciones turbulentas no constituyen un cisne negro. Por el contrario, son el resultado de las debilidades y deficiencias en la interpretación del análisis de riesgo y los procesos de supervisión. ¿Han olvidado convenientemente los mercados los resultados similares de los últimos 10 años?

Las SCR's han sido un elemento fundamental en el desarrollo de la crisis financiera. Diversos factores y debilidades en la operatividad de las SCR's, que se verán a continuación, llevaron a una pérdida de confianza en sus clasificaciones y con ello se contribuyó a la repentina escasez de liquidez en los mercados financieros mundiales. Las autoridades mundiales vieron la necesidad de incrementar la supervisión o control de las SCR's cuya actividad ha mostrado tener un impacto sistémico de gran relevancia.

En un mercado financiero globalizado, sujeto a continuas innovaciones de productos, cada vez más complejos, y con una creciente desintermediación, los inversores toman en muchos casos sus decisiones en base a la información que obtienen de “expertos independientes”, que confirman la validez o no del producto en cuestión analizado. La independencia de estos expertos, es necesaria pero no siempre suficiente. El mercado exige un “plus” adicional: que los expertos sepan ganarse su confianza. Las SCR's asumen el papel de expertos. Los garantes de esta confianza para los inversores son los supervisores y reguladores. De acuerdo al Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (2009) todos los actores del mercado de capitales, tienen mayor o menor responsabilidad en la crisis, pero en especial se ha visto dañada la credibilidad de las SCR's, por no haber alertado del creciente nivel de riesgo de los productos financieros por ellas clasificados, antes de producirse la quiebra de alguno de los intermediarios. Se estima que entre las tres SCR's más importantes se ha facilitado la titularización de alrededor de \$600,000 millones de riesgo subprime, otorgando clasificaciones que infravaloraban sustancialmente el riesgo de crédito. Ante la ausencia de datos históricos significativos sobre los que basar las clasificaciones, sus diagnósticos han sido escasamente fiables como se ha comprobado posteriormente.

A modo de síntesis, se podrían resumir los principales fallos relacionados con las SCR's en tres:

En primer lugar, el incremento en la complejidad de los productos financieros no es algo que solo afecte a los inversores, sino que las propias clasificadoras se han encontrado con dificultades a la hora de valorar el riesgo de estos nuevos activos. De hecho, para clasificar estos productos, como titularizaciones, ABS, CDOs utilizaron los mismos modelos que aplicaban a productos tradicionales más simples. Posteriormente se ha podido comprobar que estos modelos no eran los adecuados y que no han sido capaces de reflejar características propias de los productos estructurados ni relaciones de interconectividad entre mercados y productos. El fracaso de las SCR's para predecir correctamente incumplimientos de deuda estructurada ha llevado a muchos comentaristas a preguntarse si el sistema de evaluación de dichos valores es fundamentalmente erróneo. Algunos han sugerido que la calidad de los datos utilizados para desarrollar valoraciones ha sido una pieza clave. Aunque las clasificaciones de deuda corporativa se basan en información pública, estados financieros auditados, las clasificaciones de deuda estructurada se basan en información no pública, no estándar, no auditada, facilitada por el autor o emisor nominal. Por otra parte, las SCR's no tenían obligación de evaluar la exactitud de la información y, a menudo se basaron en las declaraciones y garantías de los emisores sobre la calidad de los datos, que después resultaron ser insuficientes.

La metodología de clasificación tradicional también resultó ser un mal ajuste de las finanzas estructuradas. Las SCR's a menudo carecían de una amplia experiencia en la pérdida histórica de instrumentos innovadores - por ejemplo, hipotecas de alto riesgo -, y utilizaban diferentes -y a veces inadecuadas- herramientas de análisis y supuestos para determinar el riesgo de impago y pérdidas. Su análisis, impulsado por los modelos de simulación -como los utilizados por los bancos de inversión-, se basa en hipótesis de mercado que resultaron ser erróneas o incompletas. Por ejemplo, hubo una falla en apreciar la correlación predeterminada dentro y entre los grupos de activos, debido a factores económicos subyacentes comunes, tales como el mercado de viviendas o la caída de los precios de la vivienda. Las presiones para mantener la cuota de mercado y aumentar los beneficios parecen haber impulsado a relajar sus propios criterios y evitar la contratación de nuevo personal o de invertir en nuevas bases de datos costosas y modelos de valoración. Aunque algunos analistas de las propias SCR's expresaron sus preocupaciones al respecto, las SCR's siguieron basándose en esas herramientas^{ix}. Además, a pesar de que las SCR's gozan de altos márgenes de ganancia^x, optaron por no competir con los salarios de los bancos de inversión, resultando una alta rotación y la sustitución de importantes analistas de las finanzas estructuradas con *staff* de menor experiencia^{xi}.

Al respecto, David Rubenstein^{xii} comenta: "las SCR's necesitan mucho más respeto y una mejor compensación. ¿Cuántas personas crecen y piensan: "Realmente quiero ir a trabajar a una Clasificadora"? En realidad no son muchas. Eso es porque son inadecuadamente compensados, especialmente para las responsabilidades que tienen". Ante los masivos cambios de clasificaciones que han tenido que llevar a cabo las SCR's, éstas han reaccionado a través de la creación de nuevos modelos específicos para determinados productos tales como los estructurados, tratando así de incrementar la fiabilidad de sus diagnósticos.

En segundo lugar, otro importante fallo de mercado relacionado con las clasificadoras ha sido el riesgo moral así como los conflictos de interés. Su modelo de negocio está diseñado de tal forma que solo cobraban por una clasificación si el emisor del instrumento la utiliza. Así, existen incentivos a dar la máxima clasificación posible para que el cliente la quisiese utilizar y poder así cobrar por los servicios prestados. Si una SCR's otorgaba una clasificación inferior a la de sus rivales, era muy probable que el emisor decidiese no hacer uso de ella, lo que supondría una pérdida para esa SCR's. Así también, el mismo equipo que se ocupaba de clasificar una emisión ofrecía servicios de asesoramiento sobre la estructura de los activos. Al conocer internamente el funcionamiento de los modelos de clasificación aplicados, era más fácil diseñar estructuras que, aplicando dichos modelos, obtuviesen la máxima nota.

En tercer lugar, la desintermediación y la complejidad de los nuevos productos llevó a muchos inversores y gestores de grandes empresas a tomar sus decisiones de inversión basándose, casi exclusivamente, en los rating otorgados a los productos. Esta escasa educación financiera fue la causa de que las SCR's adoptasen un papel que no les correspondía.

Hay que tener en cuenta que en su análisis se limitan a cuantificar el riesgo de crédito, no pronunciándose sobre otros riesgos, lo que genera muchas veces anomalías innecesarias. El argumento básico de defensa de estas críticas por parte de las SCRs es afirmar que ellas solo se comprometen a clasificar el riesgo de impago de los activos y no su riesgo de mercado o de liquidez. Existe una cierta confusión en el mercado acerca de lo que miden las clasificaciones. Los ratings no miden el riesgo de liquidez o facilidad de venta del bono en el mercado secundario, sino que son una opinión acerca del riesgo de crédito y solo miden las probabilidades de impago y la pérdida esperada si los títulos se mantienen hasta el vencimiento. Al estimar la probabilidad de impago, las SCRs no llegan a pronunciar recomendaciones de compra de un activo financiero concreto, y mucho menos estimar una predicción del precio de mercado para dicho activo.

7. La Regulación de la Industria de Clasificación se Queda Corta

La crisis subprime ha identificado muchas debilidades en el desempeño y la falta de una apropiada supervisión regulatoria sobre las SCRs. Las interrelaciones de los mercados, los productos financieros y los diferentes tipos de activos esclarecen la necesidad de enmarcar a las clasificadoras dentro de un panorama mucho más amplio donde el mercado y el riesgo sistémico deban tomarse en cuenta. El presidente de Estados Unidos, Barack Obama, promulgó en julio 2010 la nueva ley de reforma financiera que incluye los mayores cambios al sistema desde los años treinta y que busca evitar crisis como la desatada en 2008. Con esta ley, las clasificadoras deberán divulgar sus métodos y la SEC deberá elaborar un método independiente para la vinculación de la agencia clasificadora y las firmas que buscan clasificación de su crédito.

Las medidas anunciadas muestran convergencia en torno a los siguientes objetivos:

- ⊕ Garantizar que las SCRs eviten los conflictos de interés en el proceso de clasificación o, al menos, los gestionen adecuadamente;
- ⊕ Mejorar la calidad de los métodos empleados por las SCRs y de las clasificaciones;
- ⊕ Lograr una mayor transparencia, imponiendo a las SCRs obligaciones de información;
- ⊕ Establecer un marco eficaz de registro y supervisión, evitando la búsqueda del «fuero más ventajoso» y el arbitraje reglamentario.

Algunos analistas sostienen que estas reformas son insuficientes y se limitan a tratar los síntomas de los problemas y no las causas. Se omitieron elementos críticos de la propuesta, lo cual quitó poder a las normas, a continuación se detallan los principales problemas vistos por los analistas:

a) Exigencias adicionales a la clasificación de títulos complejos

La propuesta relacionada con la imposición de exigencias adicionales a la clasificación de títulos complejos como, por ejemplo, los vinculados a las hipotecas, para que no sean valuados como un título normal y que sus riesgos se pusieran en evidencia, se dejó de lado.

Mientras un título corporativo normal es clasificado de acuerdo con las perspectivas de buen desempeño de una única empresa en relación a su capacidad de honrar su compromiso con los dueños de los títulos, un título hipotecario puede depender de la capacidad de miles de propietarios tremendamente endeudados para honrar sus compromisos mensuales. Los precios de esos títulos y de otros tipos de deuda titularizada pueden, por tanto, ser mucho más volátiles que los precios de las obligaciones ordinarias, sometiendo a las clasificaciones a márgenes de errores mayores. A pesar de estas diferencias entre los bonos tradicionales y los productos complejos, las SCRs aplicaban en gran medida la misma clasificación de categorías a los bonos corporativos y a los productos estructurados de financiación. “La introducción de una escala de clasificación diferenciada sería una forma de alertar a los inversores de que los márgenes negativos de error son mucho mayores en el caso de deudas titularizadas que en los casos de deudas comunes”, de acuerdo con la Mesa Redonda de Economistas de Finanzas (FER por sus siglas en inglés)^{xiii}.

b) Reducción de las actuales regulaciones

Tampoco adoptó la propuesta referida a la reducción de las actuales regulaciones^{xiv} para que las instituciones supervisadas solo puedan invertir en títulos que tengan por lo menos una clasificación dada. Marshall E. Blume^{xv} dice que ésa era la propuesta más importante, porque obligaría a los inversores en títulos a investigar más por cuenta propia. Esto significa que un título podría ser investigado individualmente por diversas organizaciones, y no solo por unas pocas SCRs. Según la FER, ese procedimiento “acabaría con una fuente importante de presión sobre el aumento de clasificaciones”. La introducción de una escala de clasificación en las regulaciones “coloca dentro de la ley a las SCRs y les da mucho poder”, dijo Blume. Si como algunos creen, los ratings no deben dar una “licencia reglamentaria” en relación con otras formas de evaluación del riesgo financiero, la solución correcta sería la de reducir la dependencia de los participantes del mercado con ellas - los ratings -. En la medida en que tal confianza se deriva de la reglamentación, este argumento implica la eliminación de regulaciones que se basan en la existencia de una clasificación de crédito. Esto alteraría fundamentalmente el marco regulador a través de una amplia gama de sectores financieros. Esta reforma, aunque es deseable, debe estar bien concebida, para mantener los aspectos positivos públicos de las clasificaciones de crédito y evitar los efectos no deseados como los mayores costos y un acceso reducido al mercado de capital.^{xvi} El actual marco regulador a nivel mundial es tan dependiente de las clasificaciones que los cambios significativos solo pueden tener lugar con el transcurso del tiempo.

c) Promover la competencia

Algunos analistas han sugerido que la promoción de la competencia entre las SCRs sería una solución preferible para mejorar la calidad de las clasificaciones. Pero las reformas destinadas a promover esa competencia entre SCRs son complicadas por el hecho de que el tamaño y el reconocimiento del mercado pueden ser barreras de entrada superiores a la situación reglamentaria, confirmando a la industria de la clasificación de crédito como un oligopolio.

De hecho, hay muchos jugadores pequeños en la industria, la mayoría de los cuales tienen la misma reglamentación que las SCR's más grandes, pero no han logrado obtener la aceptación del mercado. Dada la capacidad limitada de los reguladores para fomentar la entrada, nuevos enfoques alternativos a la competencia, utilizados para mejorar la calidad de las clasificaciones, han sido propuestos^{xvii}. Una estrategia de aumento de la competencia podría reducir la calidad de las clasificaciones. La razón es que las nuevas SCR's en un sistema "issuer-pay" probablemente competirán por ofrecer mejores clasificaciones o por bajar los precios y esto reduciría el nivel de esfuerzo en las clasificaciones y su fiabilidad. Por otra parte, puede haber un beneficio en tener un número limitado de SCR's a nivel mundial, ya que se promueve una mayor coherencia y uniformidad en las clasificaciones en los mercados, facilitando de esta manera a los inversores la comparación de títulos de deuda emitidos en diferentes países.

d) Repensar el modelo "issuer-pay"

Las SCR's han sostenido durante mucho tiempo que su preocupación por mantener el capital reputacional la aísla de la influencia indebida en sus decisiones de clasificación. Pero se ha sugerido que el modelo de negocios "issuer-pay" pone en peligro la objetividad del proceso de clasificación. Algunos analistas proponen conversión obligatoria al modelo "user-pay" en el que las SCR's ganen comisiones de los usuarios de la información brindada en los ratings. Este cambio, aunque dramático, no sería sin precedente. Las principales SCR's se basaron en las tarifas de suscripción como su principal fuente de ingresos durante la mayor parte de su historia hasta la década de 1970. De hecho, en la actualidad existen algunas SCR's con la designación NRSRO que operan con un modelo de "user-pay", pero su participación en el mercado es pequeña. En la medida en que los fracasos colectivos de las SCR's han sido producto de su objetividad, este enfoque puede ser una solución bienvenida. Sin embargo, sería difícil de aplicar sin consecuencias adversas. Por ejemplo, es poco probable que los inversores estén dispuestos a pagar las cuotas de suscripción necesarias para generar un importante flujo de ingresos comparables a los actuales. Como resultado, un modelo de "user-pay" probablemente derivaría en un número sustancialmente menor de ofertas de clasificaciones recibidas, en detrimento de los pequeños emisores y los instrumentos de menor liquidez. Los críticos de este modelo-que incluyen las SCR's más grandes- sugieren también que no se eliminarían los conflictos de interés, sino que se quitarían emisores a los inversionistas.

Soluciones híbridas- en que un emisor le paga a una SCR's por una clasificación, pero es requerido buscar un segundo rating de una SCR's "*subscriber fee*" o de una sociedad de clasificación de propiedad híbrida y supervisada por un consorcio de inversores institucionales, - valen la pena explorarlas. Se ve, por tanto, que a nivel internacional la respuesta ha sido masiva para tratar de restablecer cuanto antes el normal funcionamiento de los mercados y, en concreto, del papel de las Clasificadoras.

Aunque es preciso enfatizar que cuando se habla del “normal funcionamiento” no se está refiriendo a volver a la situación pre-crisis, sino a una nueva normalidad que aún se está definiendo y que solucione las debilidades puestas de manifiesto durante estos últimos años. A este respecto, un factor fundamental sobre el que es necesario trabajar a nivel global es el de la educación financiera. Como ya se ha mencionado, muchos han sido los actores involucrados y una característica generalizada ha sido la falta de comprensión de muchos instrumentos y mercados financieros. Es preciso que exista una mayor cultura financiera, pero ya no solo a niveles de grandes inversores mayoristas, sino también a nivel de individuos minoristas, que día a día se enfrentan en sus vidas a decisiones de inversión como comprar una casa, un coche o abrir una cuenta en un banco. Con esto en ningún momento se quiere culparlos de la crisis, pero se debe aprovechar este momento de concientización sobre la importancia del mundo financiero en prácticamente cualquier ámbito de la vida.

II. METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

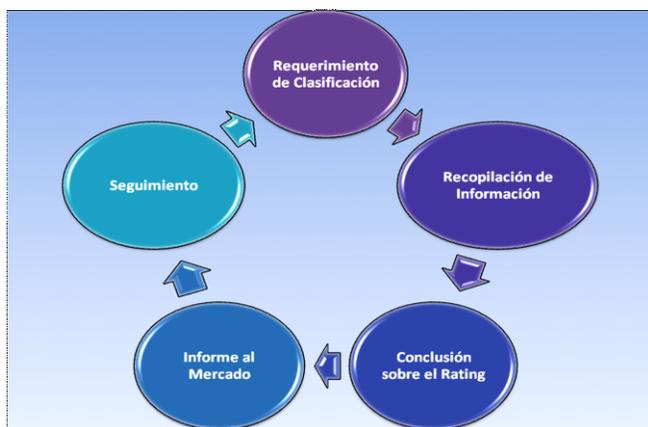
1. Modelo Moody's Investor Service

Cada clasificadora cuenta con su propio proceso de clasificación, aunque pueden identificarse ciertos patrones generales. Las clasificadoras coinciden en señalar que no utilizan ningún modelo matemático o estadístico para asignar sus ratings. Justifican este proceder en el hecho de que los juicios sobre la calidad crediticia en el largo plazo involucra un análisis cuantitativo y cualitativo que incluyen factores únicos y propios de cada sector industrial, emisor y país, por lo que cualquier intento de reducir por el proceso de clasificación a una fórmula matemática solo induciría graves errores^{xviii}. Es decir, que además del análisis y el procesamiento de datos relativos a la *performance* económico-financiero del emisor - aspectos contables, financieros, de mercado, proyecciones, flujos de ingresos y egresos, productividad, proveedores, clientes - se toma en cuenta la situación del sector al que pertenece la empresa - entorno macroeconómico, sector en que desarrolla su actividad, posición competitiva a nivel nacional e internacional, planes y estrategias, calidad de la administración, innovaciones tecnológicas, oportunidades de mercado, políticas de control y auditoría-.

Para fines prácticos, a continuación se presenta la metodología de clasificación de la SCRs más representativa a nivel mundial: Moody's Investor Service, quien tiene una participación del 40% en el mercado mundial de calificación crediticia, tal como su principal rival, Standard & Poor's, según *Alec Klein (2004)*. El sistema de ratings de Moody's se ha utilizado desde 1909, cuando John Moody introdujo los ratings en el mercado de deuda norteamericano tras la publicación de los primeros ratings de deuda en su *Manual of Railroad Securities*. Los rating de Moody's se refieren a cualquier tipo de deuda u obligación similar con interés para inversores institucionales, no clasifica acciones, es decir, valores de renta variable. Los ratings de crédito miden la pérdida por incumplimiento total – incluida tanto la probabilidad de que el emisor declare un impago como la magnitud esperada de la pérdida una vez que el impago sucede.

Los ratings son una previsión o indicador del riesgo de pérdida por incumplimiento a causa de la falta de pago, retraso en el pago o pago parcial al inversor. La pérdida por incumplimiento es la diferencia entre lo que el emisor ha prometido pagar y lo que en la práctica recibe el inversor. El proceso de otorgamiento de rating es como sigue:

Figura No. 3. Proceso de Rating



Fuente: www.moodys.com

- ⊕ Requerimiento de Clasificación,
- ⊕ Recopila información suficiente para evaluar el riesgo para los inversores que tengan en su cartera o adquieran un determinado título,
- ⊕ Adopta una conclusión sobre el rating oportuno en el seno de un comité,
- ⊕ Realiza un seguimiento de forma permanente para determinar si el rating debe modificarse, y por último,
- ⊕ Informa al mercado y a sus participantes sobre las actuaciones de Moody's en materia de rating.

Los ratings de Moody's se determinan inicialmente, o se modifican con posterioridad, a través de un comité. Como mínimo, el comité está formado por un director general u otra persona designada y el analista jefe. El comité puede ampliarse para dar cabida a tantas perspectivas y disciplinas como sean necesarias para cubrir todas las cuestiones analíticas de relevancia para el emisor y el título objeto de clasificación. Los factores determinantes del tamaño del comité pueden consistir en el tamaño del emisor, la complejidad del título, aspectos geográficos, o la experiencia previa o no con dicho tipo de transacción. Las deliberaciones dentro de los comités son estrictamente confidenciales, y solo los analistas de Moody's pueden estar presentes en ellos.

¿Qué fuentes de información utilizan los analistas?

- ⊕ Datos al alcance del público, por ejemplo informes anuales.
- ⊕ Folletos de emisión, circulares de oferta, cuadernos de oferta, escrituras de *trust* o escrituras de emisión de títulos particulares.
- ⊕ Datos de mercado, por ejemplo: tendencias de cotizaciones bursátiles, volumen de contratación, datos sobre diferenciales de precios en los bonos.
- ⊕ Datos económicos de grupos industriales, asociaciones u organismos, como el Banco Mundial.
- ⊕ Datos de agencias, como bancos centrales, ministerios o reguladores.
- ⊕ Libros o artículos de fuentes académicas, boletines financieros, informes de actualidad.
- ⊕ Discusiones con expertos pertenecientes al sector, gobierno o figuras académicas.
- ⊕ Datos procedentes de reuniones o conversaciones con el emisor de deuda.

La escala de rating de Moody's, va desde Aaa hasta C, comprende 21 grados. Se divide en dos secciones o categorías: de inversión y especulativa. La categoría de inversión se cierra con Baa3, mientras que el primer peldaño de la categoría especulativa es Ba1. (Ver Tabla No. 1. Equivalencias de Clasificaciones de Riesgo) Los ratings van acompañados de perspectivas o probable dirección que tomarán los ratings de un emisor a medio plazo, definido en general como un período de 18 meses. Las perspectivas se dividen en 4 categorías: positiva, negativa, estable e incierta. Moody's no mantiene una perspectiva si el emisor se encuentra en revisión de cara a un posible cambio en el rating, es decir, incluido en una lista de vigilancia del rating.

La revisión formal concluye normalmente al cabo de 90 días. Sí, tras una revisión formal, un comité de rating decide no cambiar un rating, se dice que éste es confirmado. En la evaluación del riesgo crediticio Moody's analiza todos los factores de riesgo y puntos de vista relevantes para llegar a una opinión de rating. Este proceso se rige por varios principios analíticos.

- a) Enfoque en el largo plazo – El análisis se centra en factores que determinarán la capacidad a largo plazo de un emisor para atender el pago de su deuda, tales como una gran crisis económica, un cambio radical en la estrategia de la dirección o una modificación sustancial del entorno regulatorio. Los ratings pretenden ser estables y no verse afectados por los ciclos económicos o por cambios a corto plazo en los mercados de capitales.
- b) Énfasis en la estabilidad y previsibilidad de los flujos de caja – Uno de los objetivos centrales de este análisis es llegar a definir los mecanismos de generación de tesorería y, en particular, la previsibilidad y sostenibilidad de los flujos de caja. Se examinan las proyecciones financieras de forma detallada y se esfuerzan por entender las hipótesis claves de las proyecciones. Si procede, se lleva a cabo un análisis de sensibilidad de los "casos base" de la dirección y se incorpora al modelo una modesta desaceleración económica para ayudar a determinar la resistencia de los flujos de caja.

Los factores de riesgo susceptibles de ser ponderados en un rating varían considerablemente de un sector a otro. En la Tabla No. 2 se muestran algunos de los más importantes:

Tabla No. 2. Factores de Riesgo Ponderados en un Rating

Clasificaciones de Solidez Financiera de Bancos	Compañías de Seguros de Vida	Clasificación de Bonos Soberanos	Gobiernos Locales y Regionales Fuera de EEUU	Industria Detallista Global
Factores Cualitativos	Perfil de la Empresa	Resistencia Económica del País	Factores Cualitativos	Factores Cualitativos
Factor 1: Valor de la Franquicia	Factor 1. Posición de Mercado y Marca	Factor 1: Fortaleza Económica	Factor 1: Entorno Operativo	Factor 1: Volatilidad de Negocio y Flujo de Efectivo
Factor 2: Posicionamiento de Riesgo	Factor 2. Distribución	Factor 2: Fortaleza Institucional	Factor 2: Marco Institucional	Factor 2: Posicionamiento de Mercado Detallista
Factor 3: Entorno Regulatorio	Factor 3. Concentración y Diversificación de Productos		Factor 4: Perfil de Deuda	Factor 3: Capacidad de Ejecución
Factor 4: Entorno Operativo			Factor 5: Factores de Gobierno y Dirección	Factor 4: Posicionamiento de los Activos Inmobiliarios
			Factor 6: Fundamentos Económicos	Factor 5: Políticas Financieras

Tabla No. 2. Factores de Riesgo Ponderados en un Rating

Clasificaciones de Solidez Financiera de Bancos	Compañías de Seguros de Vida	Clasificación de Bonos Soberanos	Gobiernos Locales y Regionales Fuera de EEUU	Industria Detallista Global
Factores Financieros	Perfil Financiero	Solidez Financiera del Gobierno	Factores Financieros	Factores Financieros
Factor 5: Indicadores Financieros	Factor 4. Calidad de los Activos	Factor 3: Fortaleza Financiera del Gobierno	Factor 3: Situación y Desempeño Financieros	Factor 6: Razones Financieras Clave
Rentabilidad	Factor 5. Adecuación del Capital	Factor 4: Susceptibilidad a Riesgos		
Liquidez	Factor 6. Rentabilidad			
Suficiencia de Capital	Factor 7. Liquidez y Calce de Activos y Pasivos			
Eficiencia	Factor 8. Flexibilidad Financiera			
Calidad de los Activos				
Puntuación más Baja de Factor Financiero Combinado	Otras consideraciones para la determinación de las clasificaciones individuales: Administración o Dirección, Gobierno Interno y Gestión de Riesgos Prácticas e Información Contable Entorno Soberano y Regulatorio			

Fuente: www.moodys.com

Con la finalidad de ejemplificar la metodología de clasificación de Moody’s en los siguientes apartados se detallan las generalidades de los procedimientos cuantitativos y cualitativos aplicados a fin de otorgar ratings a los Bonos Soberanos y de la Industria Detallista.

2. Clasificación de Bonos Soberanos

No existe un modelo único que pueda capturar la compleja red de factores que llevan a un gobierno a incurrir en una situación de incumplimiento de pagos –default-. Las clasificaciones soberanas incorporan factores cuantitativos y cualitativos, cuya interrelación es difícil de predecir. Además, la naturaleza de los créditos soberanos es particular, ya que un gobierno puede decidir no pagar su deuda a pesar de contar con recursos suficientes para hacerlo. Por estos motivos, un enfoque mecanicista basado únicamente en factores cuantitativos no podrá captar la compleja interacción de factores económicos, financieros, políticos y sociales, que definen el grado de riesgo crediticio a que se enfrentan los inversores en títulos gubernamentales. Dado lo anterior, el reto consiste en estructurar un marco conceptual que incorpore tanto factores cuantitativos como cualitativos de manera sistemática y consistente, combinados con diversos indicadores que permitan llevar a cabo un análisis comparativo en términos globales. Este enfoque arroja como resultado un rango de clasificación. En ciertos casos, sin embargo, la clasificación final puede apartarse del rango sugerido – en otras palabras, el enfoque puede no captar todos los elementos que entran en juego al momento de evaluar un crédito soberano.

El proceso analítico para clasificar bonos soberanos se compone de tres etapas que conducen a una clasificación soberana asignada por un comité. A continuación se desarrollan:

⊕ Primer paso: Resistencia Económica del País

El primer paso consiste en determinar la capacidad de absorción de shocks del país y continuar cumpliendo con las obligaciones financieras sin tener que llevar a cabo ajustes que afecten de manera severa el nivel de ingreso, basada en la combinación de dos factores claves:

- Factor 1: La fortaleza económica, reflejada por el Producto Interno Bruto (PIB) per cápita, el mejor indicador de la fortaleza económica y, por ende, de la capacidad de absorción de shocks adversos.

El PIB per cápita es el mejor indicador individual, si bien imperfecto, de fortaleza económica. Dicho indicador constituye una variable fundamental para evaluar la capacidad y la voluntad de pago, ya que no existen casos de incumplimiento de pagos para países con PIB per cápita superior a 11,000^{xix} dólares. El PIB per cápita está asociado tanto con el nivel de riqueza de un país como con el nivel de productividad, factores que estadísticamente están fuertemente correlacionados con el nivel de calidad crediticia. Para eliminar factores cíclicos, Moody's toma en consideración promedios anuales -3 a 5 años- para estos factores ya que solo períodos prolongados de desempeño económico tienen impacto manifiesto sobre las clasificaciones soberanas. Si bien el *Country Credit Statistical Handbook* de Moody's presenta diferentes medidas de PIB per cápita, para evaluar la fortaleza económica, Moody's emplea la medición del PIB basada en la paridad del poder adquisitivo (PPA), la cual permite una comparación más representativa entre países, aunque los datos se reporten con rezago.

- Factor 2: La fortaleza institucional, ya que la calidad del marco institucional – políticas gubernamentales transparentes y predecibles, grado de consenso social, respeto a los derechos de propiedad – propicia o no el cumplimiento de los contratos.

La calidad del marco institucional es una consideración clave en el proceso de evaluación de las clasificaciones soberanas. El papel de las instituciones y su influencia en la trayectoria económica de mediano plazo ha sido ampliamente documentado. Si bien de carácter cualitativo, esta variable está altamente correlacionada con la calidad crediticia soberana, medida a través de las clasificaciones soberanas. Instituciones económicas y/o políticas poco estables pueden dar lugar a comportamientos no previsibles por parte de las autoridades, lo cual constituye un riesgo latente que afecta las perspectivas de crédito. El factor 2 considera la medida en que el marco institucional puede dar lugar a cambios repentinos en la capacidad y/o la voluntad de pago de un país, ya que entre más sólidas las instituciones menor la probabilidad de “sorpresas.” Desde el punto de vista del riesgo crediticio soberano, lo importante es si las instituciones propician el cumplimiento de los contratos. Este punto es particularmente importante, ya que adoptar medidas que tengan un impacto económico, como incrementar impuestos o recortar gastos, pueden ser de más fácil implementación en países con un elevado nivel de consenso político.

Moody's monitorea una serie de indicadores que miden la eficacia de la gestión gubernamental, incluyendo los índices de gobernabilidad y gestión gubernamental del Banco Mundial (BM). Estos indicadores, ampliamente conocidos y aceptados, son refinados a su vez por los analistas de Moody's. El Grupo de Riesgo Soberano de Moody's, mediante su *Statistical Handbook*^{xx}, ha acumulado una amplia experiencia en la evaluación de la transparencia de los gobiernos, lo cual, sumado a la opinión de los analistas sobre el grado en que las políticas gubernamentales son predecibles, es tomado en cuenta al evaluar la fortaleza institucional.

Vale la pena notar que cambios marginales en las condiciones institucionales no tienen implicación directa sobre las clasificaciones soberanas. Más bien, lo que el análisis de Moody's busca es determinar si los cambios institucionales dan lugar a políticas gubernamentales más o menos predecibles.

La combinación de ambos indicadores determina el grado de resistencia económica y define la posición del país en la escala de clasificaciones a un nivel alto, medio o bajo. Estos dos parámetros están interrelacionados, ya que varios estudios han encontrado que disparidades en los niveles de ingreso entre países reflejan diferencias en la calidad de las instituciones. No obstante, combinar estos dos factores proporciona información adicional relevante, ya que un país "rico" pero con instituciones débiles puede ser un deudor no del todo confiable. Por contrapartida, un país "menos rico" pero con instituciones sólidas puede ser mucho más confiable desde el punto de vista crediticio. La matriz de riesgo combinado puede revisarse en Anexo 2.

⊕ Segundo paso: Solidez Financiera del Gobierno

La segunda etapa se centra directamente en aspectos relacionados con la deuda y, especialmente, en la combinación de dos factores:

- Factor 3: Fortaleza financiera del gobierno determina cuán "tolerable" es la deuda en base a la capacidad del gobierno para movilizar recursos -aumentar impuestos, recortar gastos, vender activos, obtener moneda extranjera-.

Moody's evalúa las presiones crediticias que se derivan de la deuda del gobierno a partir del análisis de los aspectos señalados en la Tabla No.3.

Tabla No. 3. Análisis de la Fortaleza Financiera del Gobierno

Grado de Restricción de la Deuda	Capacidad para Generar Recursos
Análisis de Riesgo de Liquidez Externa	
¿Enfrenta el gobierno restricciones de balanza de pagos? <ul style="list-style-type: none"> ▪ Indicador de vulnerabilidad externa 	¿Tiene el gobierno acceso a una reserva de financiamiento externa adecuada? <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fácil acceso a los mercados internacionales de capital ▪ Apoyo externo (sector público o privado)
Análisis del Balance del Gobierno	
¿Es la deuda onerosa? <ul style="list-style-type: none"> ▪ Pagos de intereses/ingresos ¿Podría una tendencia desfavorable de la deuda intensificar las restricciones de la deuda? <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dinámica de la deuda: ¿cuál es la tendencia de la deuda? ▪ Balance primario y nivel de tasas de interés ▪ Impacto de perfil demográfico ▪ Onerosidad de la deuda en condiciones adversas: ¿puede aumentar de manera súbita la carga de la deuda? ▪ Riesgo de tipo de interés ▪ Riesgo cambiario (restricción de balanza de pagos ajustado por el nivel de reservas intencionales) ▪ Pasivos contingentes en escenarios adversos 	¿Goza el gobierno de acceso adecuado a mercados financieros? <ul style="list-style-type: none"> ▪ Indicadores de profundidad financiera Capacidad de ajuste del gobierno <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ingresos/PIB ajustado ▪ Inversiones en activos de capital/inversiones totales ¿Puede el gobierno movilizar recursos (privatizaciones)?

Fuente: www.moody.com, Informe Número 111173, Septiembre 2008

- Factor 4: Susceptibilidad a riesgos, la probabilidad de que un evento adverso pueda afectar de manera directa e inmediata la capacidad de repago de la deuda llevando a una baja repentina en la clasificación soberana de más de un escalón. El objetivo es determinar si eventos económicos, financieros o políticos pueden llevar a un deterioro súbito de la calidad crediticia.

El factor 4 refleja qué tanto puede variar la carga de la deuda ante eventos adversos. Estos eventos pueden ser de distinta índole: naturales -terremotos, huracanes...-, financieros -crisis cambiarias...-, o políticos -disturbios sociales, conflictos armados...-, pero siempre relacionados con riesgos que puedan llevar al incumplimiento de pagos. El factor 4 responde a la pregunta: ¿existe el riesgo de que un evento pueda elevar de manera sustancial el riesgo de incumplimiento de pagos llevando a una baja súbita en la clasificación que sea de más de un escalón?

Si bien ya han sido consideradas diversas vulnerabilidades - términos de intercambio (Factor 1), políticas gubernamentales poco predecibles (Factor 2); volatilidad de tipos de cambio o tasas de interés (Factor 3) - el factor 4 evalúa la posibilidad de que pueda darse un deterioro sustancial y repentino en la calidad crediticia. Para la mayoría de los países, el factor 4 es neutral, es decir, la susceptibilidad a riesgos de este tipo es “baja” o “muy baja.” No obstante, este factor ayuda a diferenciar aquellos países en los que, de materializarse estos eventos, puede presentar un incumplimiento de pagos. La combinación de ambos factores determina el grado de solidez financiera y permite establecer de mejor manera si la clasificación soberana debe ubicarse en la parte superior o la parte inferior de la escala de clasificaciones. Ver Anexo 2.

⊕ Tercer paso: Determinación de la Clasificación Soberana

El tercer paso consiste en ajustar el grado de resistencia económica del país con base a la solidez financiera del gobierno. El resultado final es la definición de un rango para la clasificación soberana. La determinación final de la clasificación específica se realiza a partir de una comparación entre países que vienen a integrar el grupo de referencia incorporando otro tipo de factores no capturados hasta ese momento. (Ver el mapa de clasificaciones de bonos soberanos en Anexo 3). El Anexo 4 ilustra un ejemplo del otorgamiento de clasificación a los bonos soberanos del país A, mediante el análisis de los cuatro factores comentados anteriormente.

3. Clasificación para Industria Detallista Global

Para efectos de esta metodología, se define como detallistas a las compañías cuyo negocio principal es actuar como el último punto de venta al consumidor final de mayoristas y fabricantes de productos alimenticios y no alimenticios. Las compañías que caen dentro de la industria detallista normalmente tienen las siguientes características: a) El comprador de los bienes del detallista es una persona privada o un pequeño comerciante. Por ejemplo, los operadores de pague y lleve -*cash and carry*-, que abastecen canales de menudeo se incluyen dentro del alcance de esta metodología. b) Los bienes que se les compran son principalmente físicos y tangibles, aún

cuando Moody's toma nota de que muchos detallistas venden servicios -por ejemplo servicios financieros/contratos de servicio- como un componente secundario de su negocio. c) La frecuencia de compra de sus productos varía significativamente desde compras de comida casi diarias hasta compras anuales de mayores bienes de consumo electrónicos o línea blanca.

Los factores evaluados por Moody's para ésta industria son los siguientes factores:

1. Volatilidad de negocio y de flujo de efectivo
2. Posicionamiento de mercado del minorista
3. Capacidad de ejecución
4. Posicionamiento de los activos inmobiliarios
5. Políticas financieras
6. Razones financieras claves

Los factores citados arriba incluyen sub-factores relevantes que permiten refinar el análisis, ambos son ponderados tal como se muestra en la Tabla No.4.

Tabla No. 4. Ponderación de Factores

Factores de clasificación	Ponderación de factores	Sub-factor relevante	Ponderación de sub-factor
Volatilidad de Negocio y de Flujos de Efectivo	13.0%	Volatilidad de Producto	6.0%
		Diversificación Geográfica	4.0%
		Estacionalidad de los Flujos de Efectivo de la Operación	3.0%
Posicionamiento de Mercado del Detallista	26.5%	Escala	10.0%
		Participación de Mercado en el Segmento y Posición Competitiva	10.0%
		Eficiencia de Costos y Productividad	6.5%
Capacidad de Ejecución	12.0%	Calidad del Mercado	5.0%
		Cadena de Abastecimiento	7.0%
Posicionamiento de los Activos Inmobiliarios	7.5%	Inversiones en la Calidad de las Tiendas	2.5%
		Barreras de Entrada	5.0%
Políticas Financieras / Liquidez	8.0%		8.0%
Razones Financieras Claves	33.0%	Deuda / EBITDA	8.0%
		RCF / Deuda Neta	8.0%
		EBITA / Intereses	7.0%
		FCF / Deuda Neta	3.0%
		CFO / Deuda	7.0%
Total	100.0%		
EBITDA - Utilidades Antes de Impuestos, Intereses, Depreciación y Amortización			
EBITA - Utilidades Antes de Impuestos, Intereses y Amortización			
RCF - Flujo de Efectivo Retenido			
FCF - Flujo de Efectivo Libre			
CFO - Flujo de Efectivo Generado Por Las Operaciones			

Fuente: www.moody's.com, Informe Número 103357, Diciembre 2006

Después de identificar las mediciones de cada factor, los resultados potenciales de cada sub-factor se mapean a la categoría de clasificación de Moody's, ver Tabla No.5.

Tabla No. 5. Mapeo de factores

Categoría de clasificación	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Ponderación	1	1	1	1	1.5	2.8	3

Fuente: www.moody's.com, Informe Número 103357, Diciembre 2006

Ver en Anexo 5 el mapeo a la matriz de clasificaciones de los atributos que presenta un detallista relacionado con el análisis del Factor Volatilidad de Negocio y de Flujos de Efectivo.

Los pasos descritos anteriormente generan una distribución final de las puntuaciones por categoría de clasificación -por ejemplo 15% para Aa; 35% para A; 45% para Baa y 5% para B-. Posteriormente, el porcentaje registrado en cada categoría se multiplica por un valor que va desde 1 para Aaa hasta 18 para Caa y se mapea a una clasificación final. Esta puntuación promedio ponderada se mapea a la siguiente tabla, y se asigna una clasificación general alfa-numérica con base en el lugar donde cae la puntuación dentro del rango, ver Tabla No. 6.

Tabla No. 6. Clasificación final

Clasificación indicada	Puntuación total
Aaa	1.49 o menor
Aa	1.5 a 4.49
A	4.5 a 7.49
Baa	7.5 a 10.49
Ba	10.5 a 13.49
B	13.5 a 16.49
Caa	16.5 a 18.0

Fuente: www.moodys.com

El Anexo 6 ilustra la ponderación asignada a los factores y la forma de cálculo para llegar a la clasificación final de la empresa Wal-Mart Stores, Inc., a partir de la matriz de clasificaciones.

El proceso analítico de los seis factores mencionados anteriormente se detalla a continuación:

⊕ Factor de Clasificación #1: Volatilidad de Negocio y de Flujo de Efectivo

Este primer factor busca identificar las fuentes de la volatilidad de los ingresos y del flujo de efectivo inherentes al negocio del detallista, sobre los que la gerencia tiene poco o ningún control salvo por un cambio estratégico sustancial hacia un segmento de mercado diferente.

a) Volatilidad de producto: Al evaluar el riesgo de negocio de un detallista, se analizan los riesgos de moda y renovación del producto, que son críticos para ciertos detallistas pero son difíciles de medir. Por ejemplo, aún cuando se puede obtener información para evidenciar lo cíclico de un negocio -tal como a través de la comparación de cambios en ingresos contra cambios en índices de confianza del consumidor-, esta información raramente es consistente o está disponible para poder hacer comparaciones entre emisores que verdaderamente aporten información significativa. Como ejemplo, los distribuidores de bienes eléctricos normalmente son sensibles a que el crecimiento de su línea principal fluya con nuevos productos al mercado y así beneficiarse de la introducción de nuevas tecnologías -ej. las pantallas planas gigantes-, que tienden a resultar en un riesgo de negocio de alto a moderado. Por el contrario, los detallistas de ropa pueden estar muy expuestos al éxito de nuevos modelos por estaciones, con el riesgo de tener inventarios que no puedan venderse y que por lo tanto tengan que castigarse en caso que el detallista no haya predicho acertadamente el ánimo de los consumidores.

b) Diversificación geográfica: probablemente puede compensar el impacto de, lo cíclico, dependiendo de las tendencias económicas en los distintos mercados geográficos. Por este motivo, la evaluación de la diversificación geográfica considera las diferencias en tendencias económicas que existen entre regiones. También considera la rentabilidad obtenida por el detallista en cada ubicación, ya que normalmente se considera que la diversificación geográfica es un factor positivo particularmente en aquellos casos en que el detallista ya ha superado los costos de inicio de operaciones inherentes al mercado en cuestión.

c) Estacionalidad del flujo de efectivo generado por las operaciones: La estacionalidad no solamente afecta de manera significativa los ingresos de menudeo, sino que también tiene un impacto importante en el flujo del capital de trabajo en los períodos en los que se acumula el inventario -por ejemplo en el período previo a la Navidad- y en los de pago a proveedores. Una alta estacionalidad incrementa el riesgo de que el detallista mantenga niveles de inventario incorrectos, o de que su actividad se vea afectada por condiciones económicas desfavorables que ocurran durante su temporada alta y que puedan reducir la demanda.

⊕ Factor de Clasificación #2: Posicionamiento de Mercado del Detallista

La posición de mercado de un detallista está directamente relacionada con su tamaño y los antecedentes de una exitosa operación de su negocio, reflejando la capacidad de la compañía de responder ante presiones competitivas y su capacidad para negociar con proveedores y mantener su rentabilidad durante varios ciclos de negocio. Acorde con esto, su actual posición de mercado es un indicador valioso de la capacidad esperada de la compañía para soportar choques crediticios adversos en el futuro. Este factor de clasificación se divide en tres sub-factores:

a) Escala -total de ingresos reportados-: Implica una relativa ventaja competitiva que tienen los detallistas con los proveedores en términos de negociación de precios de compra, descuentos, apoyo para mercadotecnia y promoción de las distintas categorías de producto incluyendo publicidad, y para algunos productos tales como ropa, autorizaciones para poner rebajas, lo que ayuda a lograr un mejor apalancamiento de los gastos operativos. En este contexto, la escala también es un indicativo de: (i) la fortaleza de una franquicia en términos de la fortaleza de la marca, la oferta y lealtad que existe entre el detallista y su base de clientes, y (ii) el grado de complejidad de las operaciones de un detallista en términos de su red de distribución, su infraestructura de distribución y abastecimiento, y sus sistemas internos de control y reporte. Como regla general de dedo, Moody's también observa que los negocios que tienen una escala importante normalmente muestran perfiles de ingresos estables.

b) Participación de mercado en el segmento y posición competitiva: El negocio detallista es extremadamente competitivo con muy poca diferenciación entre detallistas ya que los productos que se ofrecen son normalmente los mismos. La capacidad de mantener la participación de mercado consistentemente es la clave para defender los márgenes.

Consecuentemente, se examina el posicionamiento de mercado absoluto de la compañía dentro del segmento, la concentración de jugadores dentro del segmento, y la tendencia general de participación de mercado del detallista, el grado de competencia entre todos los detallistas que ofrecen la misma mercancía o que compiten por capturar el gasto discrecional de los consumidores.

c) Eficiencia de costos y rentabilidad: Se utiliza el margen EBITA para medir la eficiencia de costos y la rentabilidad. Debido a que los distintos mercados geográficos varían marcadamente en términos del desempeño de sus márgenes, es muy importante que se examine el desempeño del margen EBITA en comparación con iguales importantes dentro del mismo segmento.

⊕ Factor de Clasificación #3: Capacidad de Ejecución

La ejecución se asegura de que las logísticas sean eficientes, correctamente dimensionadas y capaces de entregar el producto en el estante en el momento en el que el cliente lo quiere. Este tercer factor de clasificación busca capturar áreas de vulnerabilidad de la ejecución, lo que puede proporcionar señales tempranas de peligro de un futuro deterioro crediticio. Se examinan dos sub-factores diferentes que implican evaluaciones cualitativas:

a) Calidad de la mezcla de mercancía: La calidad de la mezcla de mercancía de un detallista refleja la fortaleza y profundidad del conocimiento del sector por parte de la gerencia y su capacidad para anticiparse a las tendencias del mercado. Al evaluar este factor, Moody's considera principalmente un factor cuantitativo -ej. la capacidad de generar ventas en un período de 12 meses por arriba de las de sus competidores importantes-. Aún cuando en teoría pueden haber otras medidas del desempeño -ej. ventas por pie o metro cuadrado-, no existe un estándar consistente de la industria que permita dimensionarlas.

b) Evaluación de la cadena de abastecimiento: La evaluación cualitativa de la cadena de abastecimiento del detallista abarca una serie de consideraciones asociadas con la eficiencia, confiabilidad y robustez de la cadena de abastecimiento. Es de particular importancia la capacidad que tenga el detallista para tener las unidades necesarias de inventario disponibles en los estantes en cualquier momento en que las requieren los clientes.

⊕ Factor de Clasificación #4: Posicionamiento de los Activos Inmobiliarios

La forma en que el detallista maneja sus inmuebles es algo determinante y esencial para el éxito operativo y financiero. Operacionalmente, la estrategia inmobiliaria de un detallista determina si se está llegando o no a los consumidores en las localidades correctas y con los tipos de formatos correctos (por ejemplo tiendas "*big box*" en comparación con tiendas "*express*"). Los activos inmobiliarios que son valiosos y están libres de gravamen pueden ser los medios para que un detallista obtenga financiamiento garantizado en caso de necesitarlo.

Se examinan dos sub-factores para evaluar las implicaciones crediticias que tiene la capacidad de un emisor para administrar sus activos inmobiliarios: a) Calidad de la base de tiendas y b) Barreras de entrada:

a) Inversión en la calidad de las tiendas: busca capturar la medida en que el detallista ha administrado sus tiendas físicas para que se mantengan atractivas y como unidades bien posicionadas para los clientes al paso del tiempo. Esta administración implica la apertura de nuevas tiendas, reubicación de tiendas y remodelación de tiendas. Al evaluar la calidad de las tiendas, se examina la medida en que el portafolio de tiendas se renueva y reubica, así como la medida en que el presupuesto de gastos de capital ligado al portafolio de tiendas excede la depreciación en promedio por los últimos tres años.

b) Barreras de entrada: Pueden dar una ventaja competitiva importante a los detallistas ya colocados. En este sub-factor se examinan dos tipos distintos de barreras de entrada, que son las barreras de entrada regulatorias y el costo de las inversiones en inmuebles -por ejemplo, la medida en que los inmuebles pueden ser prohibitivamente costosos para los jugadores nuevos o más pequeños-. Debido a que no se tienen medidas cuantitativas robustas que estén disponibles consistentemente para evaluar las barreras de entrada, las evaluaciones son cualitativas.

⊕ Factor de Clasificación #5: Políticas Financieras

Los factores de clasificación anteriores se han enfocado principalmente a los antecedentes evidenciables del crecimiento y estabilidad de negocio del detallista. Este factor de clasificación se interesa más en el impacto esperado de las decisiones estratégicas y financieras sobre la calidad crediticia futura. Aún cuando la toma de riesgos es parte integral de las políticas estratégicas y financieras saludables, este factor mide la afectación del equilibrio entre las distintas clases de inversionistas, y si las políticas financieras dirigen los retornos más hacia los acreedores u otros tenedores de intereses. Algunas áreas de particular enfoque en este factor de clasificación son riesgo de evento -por ejemplo posibles adquisiciones- o la probabilidad de que el flujo de efectivo "excedente" sea contribuido a los accionistas -por ejemplo, recompras de acciones, dividendos excepcionales- y no a los acreedores. Este factor de clasificación también refleja evaluaciones más generales de la estrategia de los accionistas y del gobierno corporativo.

Los elementos a través de los cuales se examinan y prueban los puntos de vista sobre las políticas financieras, incluyen lo siguiente: (i) Estabilidad de las métricas financieras, incluyendo el impacto de recompras de acciones y adquisiciones, (ii) Posibilidad de riesgo de evento, (iii) Los deseos de los accionistas, incluyendo su apetito de retorno (particularmente en el caso de compras apalancadas o LBOs, por sus siglas en inglés) y (iv) Evaluación de liquidez.

⊕ Factor De Clasificación #6: Métricas Crediticias Clave

Los primeros cinco factores de clasificación buscan capturar las fortalezas y debilidades crediticias del negocio fundamental del detallista y sus políticas financieras. Sin embargo, el perfil crediticio de una compañía también debe incorporar sus métricas crediticias. Dos detallistas idénticos en términos de negocio y políticas financieras pueden tener perfiles crediticios radicalmente diferentes por tener métricas financieras diferentes. Al examinar las métricas crediticias, no existe una medida única que invariablemente prediga la probabilidad de incumplimiento. Moody's utiliza métricas que miden tanto la capacidad absoluta del emisor para pagar su deuda, como el tamaño de la carga de la deuda con respecto a la de sus pares.

Las razones de apalancamiento buscan capturar distintas medidas de qué tan fácilmente puede un emisor pagar su deuda; las razones financieras de cobertura y retorno se enfocan más en la capacidad de dar servicio a la deuda antes de su pago total. También se utilizan distintas medidas del flujo de efectivo cuando formulan las métricas, el propósito de estas distintas medidas es el de aislar los diferentes movimientos del flujo de efectivo. De manera similar, se utilizan distintas medidas de la deuda que buscan aislar los distintos tipos de movimientos. Se utilizan cinco razones financieras clave globalmente -Deuda/EBITDA, Flujo de efectivo retenido/Deuda neta, EBIT/Intereses, Flujo de efectivo libre/Deuda neta y Flujo de efectivo generado por las operaciones/Deuda bruta-, todas se calculan de acuerdo con los ajustes analíticos estándar de Moody's. Como regla general de dedo, la evaluación de las métricas crediticias tenderá a estar igualmente enfocada en las métricas históricas y proyectadas.

CONCLUSIONES

Las SCR's promueven la eficiencia y estabilidad en el mercado de valores a través del otorgamiento de una opinión sobre la calidad crediticia de los instrumentos ofrecidos en el mercado, permitiendo a los inversionistas involucrar fácilmente el factor riesgo en la toma de decisiones y tener un parámetro de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión, lo cual no sería rentable si ellos por sí mismos, efectuaran las investigaciones pertinentes a fin de obtener una opinión de los instrumentos ofertados por el mercado. Por otra parte, las compañías que se someten a un proceso de clasificación, se ven beneficiadas en diferentes aspectos, tales como: ampliar la flexibilidad en sus fuentes de financiación, tener mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento, mejorar la relación con proveedores, entre otras.

Los ratings no miden el riesgo de liquidez o facilidad de venta del bono en el mercado secundario, sino que son una opinión acerca del riesgo de crédito y solo miden las probabilidades de impago y la pérdida esperada si los títulos se mantienen hasta el vencimiento.

Las Sociedades Clasificadoras actualizan la información cada cierto período (mensual, trimestral, etc.), generando por la acumulación de evaluaciones un conocimiento específico y único, lo cual justifica el por qué es un mercado oligopólico tan concentrado, dominado por las sociedades Moody's Investors Service, Standard & Poor's Ratings Group y Fitch Ratings. No obstante, la posición de oligopolio que tienen estas empresas reduce sus incentivos para competir por el desarrollo de métodos, clasificaciones y procedimientos más eficaces. Por lo tanto, es necesario que exista más competencia en este mercado, ya que al ser un mercado tan concentrado no da posibilidad a los países y empresas a cambiar de clasificadoras.

Las clasificaciones de riesgo influyen en la estructura de capital de los emisores, ya que la baja del rating puede desencadenar en otros eventos, por ejemplo, aumentos en las tasas de los bonos cupón, pérdida de contratos o recompras de bonos, lo que significa un incremento en el costo de la deuda.

El actual modelo de negocios que utilizan las SCR's -"issuer-pays"- pone en peligro la objetividad del proceso de clasificación, lo cual fue más que evidente en la crisis subprime, en donde las clasificadoras recibían importantes comisiones de los bancos, a cambio de otorgar opiniones que generaron niveles de confianza poco aconsejables para bonos de alto riesgo, aunque, el interés de las Clasificadoras en proteger su reputación proporciona contrapeso.

Las SCR's son una de las piezas clave en los auge y en las crisis financieras, así como en sus contagios. En un principio tienen el poder de dirigir los flujos de caja dando clasificaciones

demasiado altas. Cuando surge la crisis, afectan a la economía al fomentar el efecto rebaño con la caída drástica de la clasificación –una medida necesaria para ellas para no perder prestigio–.

La crisis subprime ha identificado muchas debilidades en el desempeño y la falta de una apropiada supervisión regulatoria sobre las SCRs. Es evidente que la gobernanza global financiera está obligada a generar un mecanismo que las regule y sancione. Algunos analistas sostienen que las reformas adoptadas en julio 2010 son insuficientes y se limitan a tratar los síntomas de los problemas y no las causas. Se omitieron elementos críticos de la propuesta, lo cual quitó poder a las normas.

La metodología de clasificación utilizada por las SCRs se basa en el análisis de la interrelación de los elementos tanto cualitativos como cuantitativos que mayormente afectan o pueden afectar el cumplimiento de los compromisos financieros adquiridos por un emisor. Los factores cualitativos están vinculados con la determinación de la capacidad a largo plazo de un emisor para atender el pago de su deuda, tales como una gran crisis económica, un cambio radical en la estrategia de la dirección o una modificación sustancial del entorno regulatorio. El análisis cuantitativo evalúa la previsibilidad y sostenibilidad de los flujos de caja.

REFERENCIAS

Bibliografía

Artículos:

“Agencias Calificadoras de Riesgo "Fallaron" Durante Crisis”

Redacción: BBC Mundo, Mayo 2010, Página de internet:

http://www.bbc.co.uk/mundo/economia/2010/04/100423_0505_eeuu_finanzas_casas_calificadoras_jaw.shtml

“Analyst Following and Credit Ratings”

Mei Cheng y K.R. Subramanyam, Contemporary Accounting Research, Vol. 25, No. 4, 2008

“¿Black Swan or Fat Turkey?”

Geoff Booth y Elias Mazzawi, London Business School, Journal compilation 2008

“Calificadoras de Riesgo: ¿Un Poder sin Límites?”

Gerardo Lissardy, BBC Mundo, París, Página de internet:

http://www.bbc.co.uk/mundo/economia/2010/05/100503_1143_calificadoras_riesgo_poder_cr.shtml

“Credit Rating Agencies No Easy Regulatory Solutions”

The World Bank Group, Octubre 2009, No. 8

“Credit Rating Agencies: Opportunities for Legal and Regulatory Reform”

Banking & Financial Services Policy Report, Volume 28, Number 3, March 2009

“Curso sobre Calificadoras de Riesgo”

Página de internet: <http://www.mailxmail.com/curso-calificadoras-riesgo-colombia>

“Financial Economists Roundtable Statement on Reforming the Role of the Rating Agencies” in the Securitization Process”

Richard J. Herring y Edward J. Kane, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 21, Number 1, Morgan Stanley Publication - Winter 2009

“¿Hasta qué Punto Pueden Confiar los Inversores en los Ratings Crediticios Independientes?”

Finanzas e Inversiones, 2004, Página de internet:

<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=707>

“La Acusación contra Goldman resalta las Fallas de las Calificadoras de Riesgo”

Aaron Lucchetti y Serena Ng, Página de internet:

http://online.wsj.com/article/SB127171974234579783.html?mod=WSJS_inicio_MiddleFirst

“La Calificación del Riesgo un Instrumento para el Desarrollo del Mercado de Valores”

Página de internet: <http://www.gacetafinanciera.com/califin.htm>

“La Regulación de La Industria de Calificación se Queda Corta”

Página de internet: <http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1627&language=spanish>

“Las Agencias Calificadoras y su Rol en las Crisis Financieras”

Brugger Jakob, S.I., Contribuciones a la Economía, Junio 2009,

Página de internet: <http://www.eumed.net/ce/2009a/>

“Rol de las Clasificadoras de Riesgo en la Crisis Financiera Internacional”

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, Santiago de Chile, 30 de octubre de 2009

“Smoothing the Way for Debt Markets: Firms' Influence Has Grown Along With World's Reliance on Bonds”

Alec Klein, Washington Post Staff Writer, Tuesday, November 23, 2004; Page A18

“The Future of Capitalism: Credit, Lending, and Leverage”

McKinsey Quarterly - March 2010

“The Influence of Credit Ratings on Corporate Capital Structure Decisions”

Darren J. Kisgen, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 19, Number 3, Morgan Stanley Publication - Summer 2007

“Una Revisión al Rol de las Clasificadoras de Riesgo dentro de la Actual Crisis”

Página de internet:

<http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html?scp=1&sq=watch%20dog%20tame&st=cse>

Metodología de Clasificación Global de Moodys

Bonos Soberanos

Informe Número 111173, Septiembre 2008

Calificaciones de Solidez Financiera de Bancos

Informe Número 103091, Mayo 2007

Compañías de Seguros de Vida

Informe Número 100377, Septiembre 2006

Gobiernos Locales y Regionales Fuera de Estados Unidos

Informe Número 109740, Julio 2008

Industria Detallista Global

Informe Número 103357, Diciembre 2006

Notas

ⁱ Para efectos del presente documento se les denominará Sociedades Clasificadoras de Riesgo (SCRs), no obstante otros autores les llaman Agencias Clasificadoras de Riesgo, Sociedades Calificadoras de Riesgo, Agencias de Rating, en Estados Unidos: Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO), etc., sin embargo, no existe diferencia entre ellas.

ⁱⁱ Hay que señalar el hecho de que las dos SCRs son propiedad de las empresas transnacionales de información más relevantes: Moody's pertenece a Dun & Bradstreet y S&P es propiedad de McGrawHill. Es por consiguiente el mercado oligopólico más fuerte del sistema financiero mundial. Solo los tres grandes bancos de inversión (Morgan Stanley Dean Witter, Merrill Lynch y Goldman Sachs) y las cuatro grandes agencias informativas (Reuters, AP, UPI y AFP) son mercados con una concentración parecida en sus respectivos oligopolios.

ⁱⁱⁱ Basilea II es el segundo de los Acuerdos de Basilea. Dichos acuerdos consisten en recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria y son emitidos por el Comité de supervisión bancaria de Basilea. El propósito de Basilea II, publicado inicialmente en junio de 2004, es la creación de un estándar internacional que sirva de referencia a los reguladores bancarios, con objeto de establecer los requerimientos de capital necesarios, para asegurar la protección de las entidades frente a los riesgos financieros y operativos. Está compuesto por tres pilares: el cálculo de los requisitos mínimos de capital, el proceso de supervisión de la gestión de los fondos propios y la disciplina de mercado.

^{iv} El Pilar I exige que los fondos propios de los bancos sean mayores al 8% de los activos en riesgo, que son determinados a través del análisis del riesgo de crédito + riesgo de mercado + riesgo de tipo de cambio + riesgo operacional. Debido a la existencia de bancos con distintos niveles de sofisticación, el acuerdo propone distintos métodos para el cálculo del riesgo crediticio. En el método estándar, la probabilidad de incumplimiento (PD) y la pérdida en el momento de incumplimiento (LGD) se calculan implícitamente a través de las clasificaciones de riesgo crediticio publicadas por las SCRs. En cambio, los bancos más sofisticados pueden, bajo cierto número de condiciones, optar por el método de ratings internos avanzado, que les permite utilizar sus propios mecanismos de evaluación del riesgo y realizar sus propias estimaciones. Existe un método alternativo e intermedio (foundation IRB) en el que los bancos pueden estimar la PD, el parámetro de riesgo más básico, y utilizar en cambio valores precalculados por el regulador para la LGD.

^v La tasa de default o el grado de no inversión de las empresas en 1984 fue de 1.6% por año, pero en el año 2009 era de 3.9%. En el 2007, Fitch informó que la tasa de impago en productos estructurados durante el 2006 fue similar o menor que la de los bonos corporativos. Posteriormente, los resultados para los productos estructurados empeoraron notablemente.

^{vi} Un claro ejemplo de cómo las tecnologías de la información impactan en los modelos de negocios de las empresas.

^{vii} Este concepto es multiadaptable al lenguaje popular de cada país: capitalismo de compadres (Chile); de cuates (México), dei compari (Italia), de camarillas (España), de partners (Estados Unidos), etc. El concepto fue acuñado por el economista Joseph Stiglitz para referirse a las dinámicas de complicidades entre las autoridades económicas del Estado y el empresariado, cuyo principal fruto es la constitución de una nueva mano invisible en el mercado: aquélla que funciona a través de una red de privilegios entre conocidos que, a la larga, termina por obstaculizar la libre competencia, en vez de estimularla.

^{viii} Por ejemplo, las tres grandes SCRs dieron un grado de inversión a la deuda de Lehman Brothers hasta el día en que se declaró en quiebra, el 15 de septiembre de 2008.

^{ix} Las audiencias en el Congreso de USA en octubre de 2008 referidas a las SCRs y la crisis financiera, sacaron a la luz varios informes de declaraciones del personal antiguo y actual de las SCRs, expresando su preocupación por la falta de recursos, datos o modelos de clasificación adecuados. ([http://oversight.house.gov/story.asp? ID = 2250](http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250)).

^x De acuerdo a declaraciones del Congresista de USA, Henry Waxman, durante las audiencias del Congreso en octubre de 2008, Moody's obtuvo el margen de utilidad más alto en el índice S&P 500 por cinco años.

^{xi} Los bancos de inversión comúnmente contrataban analistas de finanzas estructuradas, lo que sin duda facilitó la explotación de las lagunas en las metodologías de valoración.

^{xii} David Rubenstein es el co-fundador de The Carlyle Group, una firma global de capital privado. En el 2008 figuró entre los 400 americanos más ricos (ranking Forbes) y forma parte de un distinguido panel de CEOs y líderes empresariales que debaten a cerca del estado actual de crédito, préstamos y el apalancamiento, y discuten la forma emergente de los mercados financieros, el reequilibrio mundial y la regulación. (Marzo 2010)

^{xiii} Mesa Redonda de Economistas de Finanzas (FER, según sus siglas en inglés), un grupo de economistas de todo el mundo que lleva 15 años funcionando. Todos los años el grupo se reúne para tratar problemas relacionados con la economía.

^{xiv} La Unión Europea, por ejemplo, utiliza la clasificación de crédito en sus requisitos de capital. La clasificación ha sido adoptada también por las directrices bancarias internacionales de Basilea II, lo cual afecta al sistema provocando una inflación de la clasificación que cada vez está más diseminada y perniciosa.

^{xv} Profesor de Finanzas de Wharton, uno de los muchos miembros de Wharton que integran la FER.

^{xvi} Por ejemplo, la eliminación de normas que permitan revisar la lista de ratings otorgados por las SCRs se sumaría a la carga de trabajo de los reguladores, con presupuestos limitados y atrasos en los procesos, mientras que la eliminación de las normas prudenciales basadas en las clasificaciones crediticias en la gestión de las inversiones aumentaría la carga de los Gerentes de Inversión y, probablemente, crearía adicionales responsabilidades.

^{xvii} Por ejemplo, la secretaría de USA ha propuesto exigir a los emisores y las SCRs proporcionar a los inversores toda la información recibida de la garantía, incluyendo la privada. Desde hace tiempo se argumentó que el acceso a información confidencial de los emisores le proporciona a las SCRs una ventaja injusta sobre los proveedores de evaluaciones de solvencia que se basan en información pública.

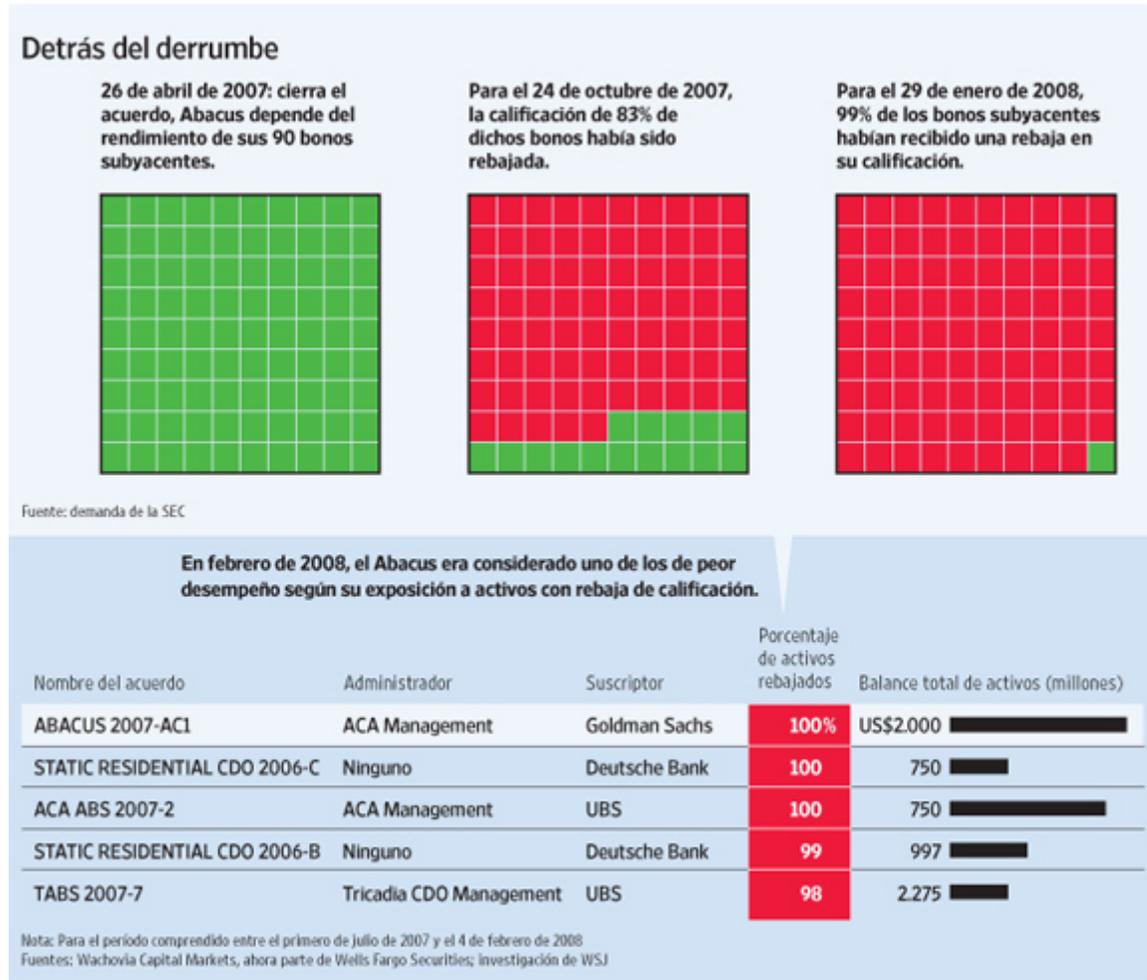
^{xviii} Los modelos matemáticos se usan para evaluar la sensibilidad de las emisiones y el comportamiento de las mismas frente a diversos escenarios, pero sólo sirven como marco especializado y complementario no como marco absoluto.

^{xix} De esta afirmación no se puede deducir que todos los países con un PIB superior a 10.000 dólares deban tener la clasificación Aaa. La fortaleza relativa del balance del gobierno debe reflejarse en el rating - incluso en un espacio de rating comprimido -. Además, aunque algunos países “ricos” pueden soportar una primera ronda de shocks económicos y financieros, la erosión de su fortaleza puede llegar a un punto en el que la rebaja esté justificada.

^{xx} Véase Moody's Sovereign Statistical Handbook.

ANEXOS

ANEXO 1. Evolución Bonos Abacus 2007-AC1 emitidos por Goldman Sachs Group Inc.



ANEXO 2.

Matriz de Riesgo: Factor 1 + Factor 2 = Grado de Resistencia

Estimar Resistencia		Factor 2 – Fortaleza institucional							
		Muy baja	Baja	Media	Alta	Muy alta			
Factor 1 – Fortaleza económica	Muy alta								
	Alta								
	Media								
	Baja								
	Muy baja								
Resistencia económica									
Muy baja		Baja		Media		Alta		Muy alta	

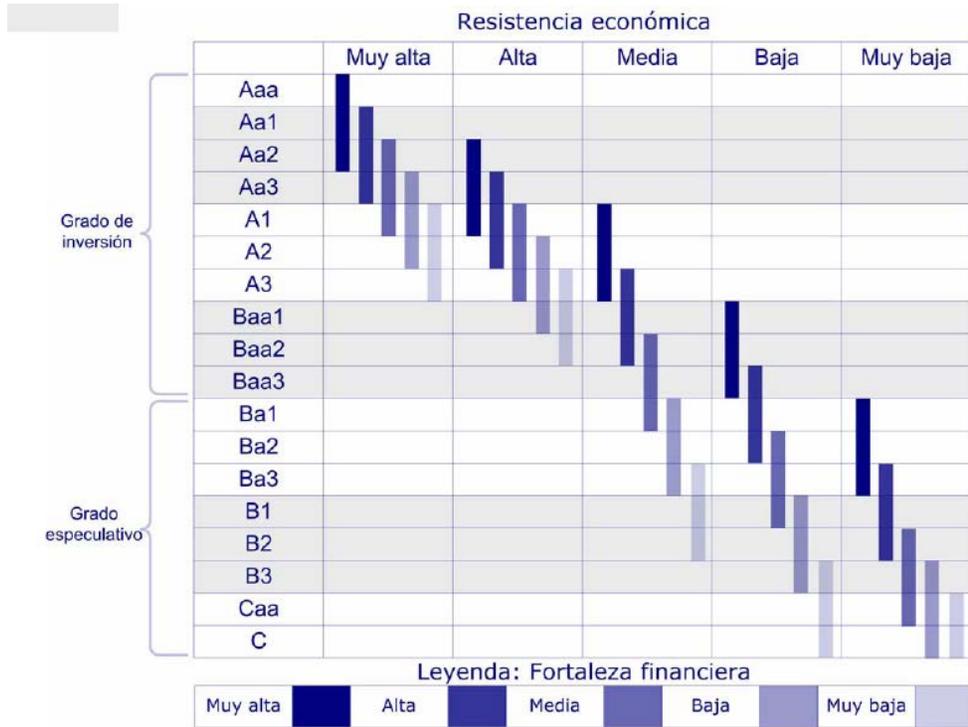
Fuente: www.moodys.com, Informe Número 111173, Septiembre 2008

Matriz de Riesgo: Factor 3 + Factor 4 = Solidez Financiera

Estimar Solidez Financiera		Factor 4 – Susceptibilidad a riesgos							
		Muy baja	Baja	Media	Alta	Muy alta			
Factor 3 – Fortaleza Financiera Del Gobierno	Muy alta								
	Alta								
	Media								
	Baja								
	Muy baja								
Solidez financiera									
Muy baja		Baja		Media		Alta		Muy alta	

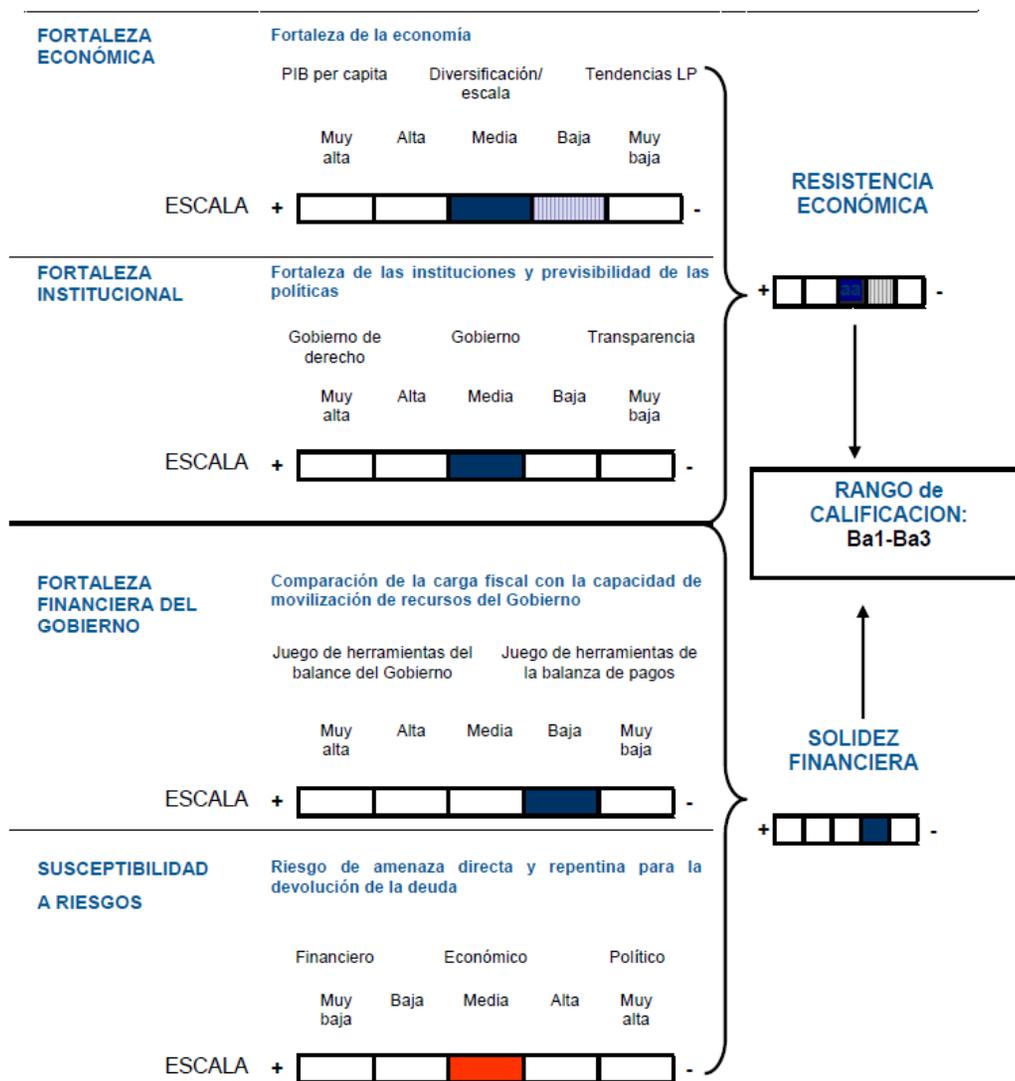
Fuente: www.moodys.com, Informe Número 111173, Septiembre 2008

ANEXO 3. Mapa de Clasificaciones de Bonos Soberanos



Fuente: www.moodys.com, Informe Número 111173, Septiembre 2008

ANEXO 4. Mecánica de Clasificación de Bonos Soberanos: Ejemplo del País A



Para este ejemplo, al país A se le asignó un riesgo medio a la Fortaleza Económica y Fortaleza Institucional, al combinar estos factores en la matriz de riesgo, da como resultado una clasificación de resistencia económica de “Media”. (Ver Anexo 2)

Asimismo, el riesgo de Fortaleza Financiera del Gobierno se tipificó como bajo y la Susceptibilidad a Riesgos es Media, al combinar estos factores en la matriz de riesgos, resulta una clasificación de solidez financiera de “Media”. (Ver Anexo 2)

Para el caso de ejemplo, la combinación de la clasificación a la resistencia económica y la solidez financiera, ambos en Moderado, quedan dentro del rango de clasificación de Ba1 a Ba3. (Ver Anexo 3)

ANEXO 5. Mapeo a la Matriz de Clasificaciones del Factor Volatilidad de Negocio y de Flujo de Efectivo

Categoría de calificación	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
a) Volatilidad de producto	La demanda de producto nunca se ve afectada por ciclos de renovación de producto; no hay exposición a riesgo de moda; importantes características de indiferenciación de productos. Altamente resistente a ciclos económicos.	Muy baja exposición a ciclos de renovación de producto y/o riesgo de moda, características bastante importantes de indiferenciación de productos. No hay evidencia de estar muy sensibles ante ciclos económicos.	Baja exposición a ciclos de renovación de producto y riesgo de moda, con algunas características de indiferenciación de productos. La demanda varía moderadamente con las tendencias económicas.	La demanda se afecta moderadamente con los ciclos de renovación de producto y riesgos de moda, con características mínimas de indiferenciación de productos. La demanda varía moderadamente con las tendencias económicas.	La demanda se ve afectada por ciclos de renovación de producto y riesgo de moda, pero se puede manejar, con características muy limitadas, si acaso, de indiferenciación de producto. La demanda varía moderadamente con las tendencias económicas.	La demanda se ve muy afectada por los ciclos de renovación de producto y riesgo de moda; puede ser difícil de manejar. La demanda varía significativamente con las tendencias económicas.	Altamente sensible ante los ciclos de renovación de producto y riesgo de moda. La demanda varía significativamente con las tendencias económicas.
b) Diversificación geográfica	Al menos 50% de las ventas generadas de al menos otros 10 países que son productivos en general. Cobertura nacional total en mercados que representan el 80% de las ventas.	Al menos 30% de las ventas generadas de al menos otros 5 países que son productivos en general. Cobertura nacional total en mercados que representan el 60% de las ventas.	Detallista mayoritariamente nacional; altamente diversificado en el mercado nacional sin concentración regional importante.	Opera en un país con importante cobertura nacional y con algo de concentración regional.	Operador local con > 100 tiendas	Operador local con > 50 tiendas.	Operador local con < 50 tiendas.
c) Estacionalidad del flujo de efectivo generado por las operaciones	No hay estacionalidad; el flujo de efectivo anual de las operaciones se genera equitativamente en los cuatro trimestres fiscales	Muy baja; 26-30% del flujo de efectivo anual de las operaciones se genera en un solo trimestre	Baja; 30-40% del flujo de efectivo anual de la operación se genera en un solo trimestre	Moderado; 40-50% del flujo de efectivo anual de operaciones se genera en un solo trimestre	Alta; 50-60% del flujo de efectivo anual de las operaciones se genera en un solo trimestre	Muy alta; 2-3 semanas generan >50% de los flujos de efectivo de las operaciones;	Estaciones donde se hace negocio o trueno; en un solo trimestre se genera >80% de los flujos de efectivo de las operaciones"

Fuente: www.moodys.com, Informe Número 103357, Diciembre 2006

ANEXO 6. Análisis de cada uno de los Factores y Sub-factores: Wal Mart Stores, Inc.

Calificación LP: Aa2		Calificación modelo: Aa3	
1 - VOLATILIDAD DE NEGOCIO Y FLUJOS DE EFECTIVO		13.0%	
a) Volatilidad de producto	6.0%	Aaa	Wal-Mart recibe una Aaa en esta categoría debido a la alta porción de comida y productos indiferenciados de mercancías generales en su mezcla..
b) Diversificación geográfica	4.0%	A	La calificación de A en esta categoría resulta de la mezcla aproximada de 80/20 de ingresos de los Estados Unidos e internacionales de Wal-Mart
c) Estacionalidad del flujo de efectivo generado por las operaciones	3.0%	Baa	La calificación Baa de estacionalidad de flujos de efectivo resulta por la participación desproporcionada de los flujos de efectivo del cuarto trimestre
2 - POSICIÓN DE MERCADO DEL DETALLISTA		27%	
a) Escala (ingresos)	10.0%	Aaa	Con ingresos de \$300,000 millones o más de Wal-Mart, excede fácilmente el umbral establecido por Moody's para la calificación de Aaa
b) Participación de mercado en el segmento y posición competitiva	10.0%	Aaa	La calificación Aaa de Wal-Mart se basa en su dominio en el mercado de los Estados Unidos, que representa 80% de sus ingresos
c) Eficiencia de costos y rentabilidad	6.5%	Aa	La calificación de Aa de Wal-Mart se basa en el hecho de que la mayoría de los segmentos exhiben márgenes de más de 200bps por arriba del respectivo grupo de pares, según nuestro análisis.
3 - CAPACIDAD DE EJECUCIÓN		12.0%	
a) Calidad de la mezcla de mercancía	5.0%	Aaa	La calificación Aaa se basa en el sólido mantenimiento de mercancía dirigida a su grupo demográfico clave.
b) Cadena de abastecimiento	7.0%	Aaa	La calificación Aaa de cadena de abastecimiento de Wal-Mart reconoce sus fuentes y capacidad de logística de clase mundial.
4 - ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS		7.5%	
a) Inversiones en calidad de las tiendas	2.5%	Aaa	La calificación Aaa se basa en que Wal-Mart gasta aproximadamente 3x la depreciación anual en gastos de capital.
b) Barreras de entrada (Ver Apéndice B)	5.0%	Ba	La calificación de Ba en barreras de entrada se ajustó un escalón arriba de la calificación B de cajón de los detallistas en EUA debido a la presencia internacional de 20% de Wal-Mart, que tiene suficientes barreras de entrada para avalar el escalón concedido.
5 - POLÍTICAS FINANCIERAS		8.0%	
a) Políticas financieras/liquidez	8.0%	Baa	Wal-Mart recibe una calificación Baa por su política financiera y liquidez debido a su relativamente bajo nivel de flujo de efectivo libre debido a sus gastos de capital para el crecimiento con nuevas tiendas y política agresiva con respecto a retornos a los accionistas. Adicionalmente su liquidez disminuye por una facilidad de crédito bancaria relativamente pequeña.
6 - INDICADORES CLAVE		33.0%	
		Aaa	Aa
a) Deuda / EBITDA	8.0%	Aa	1.95x
b) RCF / Deuda neta	8.0%	Aa	33.6%
c) EBITA / Intereses	7.0%	Aa	8.81x
d) FCF / Deuda neta	3.0%	B	2.0%
e) CFO / Deuda	7.0%	Aaa	37.6%

Fuente: www.moody.com, Informe Número 103357, Diciembre 2006

Las puntuaciones de las características del emisor por cada sub-factor se anotan en una matriz y se aplican las ponderaciones correspondientes para generar una distribución de puntuaciones ponderadas a lo largo de la escala de clasificación.

		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
1 - VOLATILIDAD DE NEGOCIO Y FLUJOS DE EFECTIVO								
a) Volatilidad de producto	6.0%	1						
b) Diversificación geográfica	4.0%			1				
c) Estacionalidad del flujo de efectivo de las operaciones	3.0%				1			
Total	13.0%	1	-	1	1	-	-	-
2 - POSICIONAMIENTO DE MERCADO DEL DETALLISTA								
a) Escala (Ingresos)	10.0%	1						
b) Participación de mercado y posición competitiva en el segmento	10.0%	1						
c) Eficiencia de costos y rentabilidad	6.5%		1					
Total	26.5%	2	1	-	-	-	-	-
3 - CAPACIDAD DE EJECUCION								
a) Calidad de la mercancía	5.0%	1						
b) Cadena de abastecimiento	7.0%	1						
Total	12.0%	2	-	-	-	-	-	-
4 - ADMINISTRACION DE ACTIVOS INMOBILIARIOS								
a) Inversiones en calidad de las tiendas	2.5%	1						
b) Barreras de entrada (Ver Apéndice B)	5.0%					1		
Total	7.5%	1	-	-	-	1	-	-
5 - POLITICAS FINANCIERAS								
a) Políticas financieras/Liquidez	8.0%				1			
Total	8.0%	-	-	-	1	-	-	-
6 - INDICADORES CLAVE (RAZONES FINANCIERAS)								
a) Deuda / EBITDA	8.0%		1					
b) RCF / Deuda neta	8.0%		1					
c) EBITA / Intereses	7.0%		1					
d) FCF / Deuda neta	3.0%						1	
e) CFO / Deuda	7.0%	1						
Total	33.0%	1	3	-	-	-	1	-

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
EQUIVALENTE NUMÉRICO DE LA ESCALA DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S (I)	1	3	6	9	12	15	18
Paso 1: Conteo del gran total (sin ponderar)	7.00	4.00	1.00	2.00	1.00	1.00	-
Paso 2: Conteo del gran total ponderado por factor (II)	0.48	0.30	0.04	0.11	0.05	0.03	-
Ponderación adicional (III)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50	2.80	3.00
Paso 3: Conteo gran total pond. por factor y ponderaciones adic. de calificación (II x III)	0.48	0.30	0.04	0.11	0.08	0.08	-
Paso 4: Porcentaje de las puntuaciones por categoría de calificación (IV)	44.0%	27.3%	3.7%	10.2%	7.0%	7.8%	0.0%
Paso 5: (I x IV) Valor numérico de la calificación de modelo:	0.44	0.82	0.22	0.92	0.83	1.17	-
Total							4.40

Fuente: www.moody's.com, Informe Número 103357, Diciembre 2006

La puntuación final de 4.40 mapea a una clasificación Aa3.

Clasificación indicada	Puntuación General	Clasificación indicada	Puntuación General
Aaa	1.49 ó menor	Ba1	10.50 - 11.49
Aa1	1.50 - 2.49	Ba2	11.50 - 12.49
Aa2	2.50 - 3.49	Ba3	12.50 - 13.49
Aa3	3.50 - 4.49	B1	13.50 - 14.49
A1	4.50 - 5.49	B2	14.50 - 15.49
A2	5.50 - 6.49	B3	15.50 - 16.49
A3	6.50 - 7.49	Caa1	16.50 - 17.49
Baa1	7.50 - 8.49	Caa2	17.50 - 18.00
Baa2	8.50 - 9.49		
Baa3	9.50 - 10.49		