

LA CALIFICACIÓN DE RIESGO: SIGNIFICADO Y PROCEDIMIENTOS

INDICE

<u>I OBJETO DEL MANUAL</u>	2
<u>II ALCANCE DEL MANUAL</u>	2
<u>III DEPENDENCIAS INTERVINIENTES</u>	2
<u>V CONCEPTOS UTILES</u>	4
<u>VI CONSIDERACIONES GENERALES:</u>	6
<u>VII PROCEDIMIENTOS PARA LA CALIFICACION DE RIESGO</u>	7
<u>VIII DESCRIPCION DEL INFORME EXPLICATIVO DE LA CALIFICACION</u>	11
<u>IX ESQUEMA METODOLOGICO PARA LA CALIFICACION DE RIESGO DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS</u>	13
<u>X ESQUEMA METODOLOGICO PARA LA CALIFICACION DE INSTRUMENTOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA (BONOS Y OTROS)</u>	20
<u>XI ESQUEMA METODOLOGICO DE LA CALIFICACION DE ACCIONES</u>	26
<u>XII PROBLEMAS MAS COMUNES DETECTADOS EN LOS PROCESOS DE CALIFICACION</u>	28
ANEXO I: INFORMACIÓN MINIMA REQUERIDA PARA LA CALIFICACIÓN DE RIESGO	27
ANEXO II: CATEGORIAS DE RIESGO	29

I OBJETO DEL MANUAL

El objetivo principal del presente Manual es:

"Servir como documento de consulta básico en relación a los procedimientos y requisitos que se emplean para la calificación de riesgos de los valores que se inscriben en el Registro del Mercado de Valores (RMV), identificando la base legal que los sustenta, así como los criterios usualmente aplicados por las calificadoras"

II ALCANCE DEL MANUAL

El presente Manual describe de manera resumida los criterios y procedimientos que se aplican en la calificación de riesgo de los valores que se inscriben en el RMV. Estos se enmarcan en el contexto de las metodologías y simbologías que se emplean en el proceso de calificación; así como a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores No. 1834. Su utilización se debe también entender en el contexto de normas que conforman, entre otros, el Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo, el Reglamento del RMV y el Reglamento de Oferta Pública.

De acuerdo a la **Ley del Mercado de Valores**, las emisiones de valores de oferta pública representativas de deuda deberán contar obligatoriamente con una calificación de riesgo permanente; en tanto que los valores de renta variable, incluyendo las cuotas de Fondos de Inversión, se podrán calificar por decisión voluntaria.

Por su parte el **Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo** define, en función a requisitos y condiciones específicas, las entidades que estarán autorizadas a realizar la labor de calificación de riesgo en Bolivia; así como las condiciones para la constitución del Comité de Calificación. También regula aspectos concernientes a las metodologías y categorías de calificación de riesgo, incluidas las características de los informes de calificación que deben ser entregados a la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros (SPVS) para su inscripción en el RMV. De igual forma se estipulan las obligaciones de información a la SPVS y al mercado que tienen las calificadoras.

Es importante anotar que las metodologías de calificación de riesgo varían en función del tipo de valor que se califica; y además, también varían para determinado tipo de entidades como las financieras (bancos y otros), para los cuales se analizan distintas variables en razón de su condición de intermediario financiero. A su vez la simbología de la calificación también se diferencia entre valores de renta fija y los de renta variable. Asimismo entre los primeros, se distingue entre valores de corto y largo plazo.

III DEPENDENCIAS INTERVINIENTES

- Superintendencia
- Intendencia de Valores

- Asesoría Legal Intendencia de Valores
- Dirección Emisores - RMV

IV BASE LEGAL GENERICA

- 1. Ley N° 1834, Ley del Mercado de Valores.** Particularmente el Título VI referido a la Calificación de Riesgo; complementado por el Título II De la Oferta Pública y el Título III del Registro del Mercado de Valores.
- 2. La Ley N° 2064 Ley de Reactivación Económica,** en su Art. 28 establece que las sociedades de responsabilidad limitada, las asociaciones, mutuales y cooperativas podrán emitir e inscribir en el RMV, valores de contenido crediticio, enmarcado en lo que determina la Ley del Mercado de Valores. Podrán emitir valores de deuda únicamente las sociedades cooperativas industriales, de servicios y crédito que cuenten con personería jurídica otorgada por el Instituto Nacional de Cooperativas y cuyas actividades se hallen normadas por leyes sectoriales especiales.
- 3. Ley de Bancos y Entidades Financieras:** Ley No. 1488 de 14 de abril de 1993.
- 4. La Resolución Administrativa N° 263 del Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo,** establece las normas y procedimientos que regulan la calificación de riesgo y el funcionamiento de las Entidades Calificadoras de Riesgo en el mercado de valores boliviano.
- 5. La Resolución Administrativa del Reglamento de Oferta Pública.**
- 6. La Resolución Administrativa del Manual de Prospectos de Oferta Pública.**

V CONCEPTOS UTILES

a) Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros o Superintendencia (SPVS): Entidad reguladora componente del Sistema de Regulación Financiera, creada por Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 de fecha 15 de junio de 1998;

b) Intendencia de Valores o Intendencia: Intendencia dependiente de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros conforme a lo dispuesto por la Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 de fecha 15 de junio de 1998, encargada de la supervisión y fiscalización del mercado de valores;

c) Ley del Mercado de Valores: Ley No. 1834 de la República de Bolivia, publicada en fecha 31 de marzo de 1998;

d) Ley de Bancos y Entidades Financieras: Ley No. 1488 de 14 de abril de 1993;

e) Registro del Mercado de Valores o RMV: Registro público dependiente de la Intendencia de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros;

f) Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras o SBEF: Entidad reguladora del Sistema Financiero, creada por la Ley General de Bancos de 11 de julio de 1928.

g) Autorización: Es el acto en virtud del cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa, autoriza el funcionamiento u operación de las personas naturales y jurídicas participantes en el mercado de valores o la emisión y oferta pública de valores, según sea al caso;

h) Inscripción: Es el acto en virtud del cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa inscribe a las personas jurídicas o naturales, emisiones, valores, actividades u otros en el Registro del Mercado de Valores;

i) Calificación de riesgo: Es la opinión independiente, objetiva, y técnicamente fundamentada, acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento

financiero emitido por alguna empresa u otra entidad. En los casos de los instrumentos representativos de deuda, la calificación de riesgo está referida a la probabilidad que la empresa emisora pueda cancelarlos oportunamente en las mismas condiciones pactadas (plazos, tasa de interés, resguardos, etc.). Se está midiendo por tanto el riesgo de no pago, para contrastarlo con otro tipo de riesgos.

j) Entidad Calificadora de Riesgo o Entidad Calificadora: Sociedad Anónima de objeto exclusivo autorizada por la SPVS para calificar riesgos en el mercado de valores, conforme a lo previsto por la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento respectivo. Asimismo se encontrarán comprendidas dentro de esta definición las Entidades Calificadoras de Riesgo constituidas en el extranjero que se encuentren autorizadas para prestar el servicio de calificación de riesgo en el país conforme a lo previsto por el respectivo Reglamento.

k) Metodologías de Calificación: Conjunto de principios y criterios cualitativos y cuantitativos que una Entidad Calificadora utiliza en sus procesos de calificación de riesgo, de acuerdo al tipo de calificación que realice.

l) Integrantes de la Entidad Calificadora o Integrantes: Los accionistas, los directores, los síndicos, los ejecutivos, los miembros del Comité de Calificación, el representante legal y los analistas de la Entidad Calificadora. Asimismo serán considerados como Integrantes de la Entidad Calificadora cualquier otra persona que participe en el proceso de calificación de riesgo.

m) Informe Final de Calificación: Informe final elaborado por la Entidad Calificadora de Riesgo cada vez que emita una calificación y que tiene por objeto poner en conocimiento del emisor o de quien la solicite, la calificación otorgada y sus fundamentos.

n) Días: se entenderá referida a días hábiles administrativos, es decir de lunes a viernes con excepción de los días feriados.

o) Oferta Pública Primaria: Es la Oferta Pública de valores realizada en mercado primario, conforme a lo establecido por el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

p) Entidad Estructuradora de la oferta: Agencia de Bolsa que presta el servicio de diseño, elaboración, preparación y estructuración financiera de la oferta pública.

q) Emisión: Es el conjunto de valores de un mismo emisor, incluidos en una misma Oferta Pública, debidamente autorizados e inscritos en el RMV. Cada emisión podrá incorporar clases y series de valores, según la decisión del emisor.

r) Programa de Emisiones: plan de múltiples emisiones de valores de un mismo emisor para un período de tiempo no mayor a tres años, de acuerdo a las características y límites establecidos por la instancia del emisor facultada a aprobarlo.

s) Prospecto: De manera general, es el documento explicativo de las características y condiciones de una oferta pública de valores, y que constituye requisito para la autorización de ésta por parte de la SPVS. Dicho documento contiene la información concerniente a los principales aspectos legales, administrativos, económicos y financieros del emisor, de los valores objeto de la oferta y de las condiciones de la oferta pública, para la toma de decisiones por parte de los inversionistas o del público al que se dirige la oferta.

VI CONSIDERACIONES GENERALES:

Es importante que se consideren los siguientes aspectos a efectos de iniciar el proceso de calificación de riesgo de un determinado valor:

1. Es obligatoria la calificación de riesgo únicamente en el caso de valores representativos de deuda objeto de Oferta Pública; en tanto no se haya producido la redención, vencimiento o conversión de todos los valores emitidos. Esta obligación se satisface con la opinión de una calificadora.
2. La calificación de riesgo se efectuará de acuerdo a las Metodologías de Calificación de cada Entidad Calificadora.
3. Las Entidades Calificadoras de Riesgo que se constituyan en el país, deberán obtener la autorización de funcionamiento y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores de la SPVS. También le está permitido prestar el servicio de calificación de riesgo en el país, a las Entidades Calificadoras de Riesgo constituidas en el extranjero:
a) Reconocidas por la Comisión de Valores de los Estados Unidos de Norteamérica (Securities and Exchange Commission - SEC), denominadas Nationally Recognized Statistical and Rating Organizations (NRSRO); o b) que se encuentren autorizadas por

la entidad reguladora del mercado de valores de su respectivo país y en las cuales por lo menos el veinticinco por ciento (25%) del capital accionario pertenezca a una de las Entidades Calificadoras de Riesgo contempladas en el inciso a).

4. En las Entidades Calificadoras de Riesgo registradas en Bolivia deberá existir y funcionar un Comité de Calificación. El mismo que tendrá la función indelegable de revisar los informes, antecedentes y documentos de respaldo respectivos.

5. El documento que explique cada una de las Metodologías de Calificación, estará a disposición del público en el RMV.

6. La calificación de riesgo asignada se publicará por lo menos una vez en un periódico de circulación nacional, dentro de los cinco días calendario siguientes de otorgada la misma.

7. Las Entidades Calificadoras deberán revisar en forma trimestral las calificaciones de riesgo de las cuales resulten responsables, la información considerada para tal efecto no deberá tener una antigüedad mayor a noventa (90) días. En caso de que fuera necesaria una modificación, la calificación se deberá actualizar.

8. La SPVS podrá requerir a un emisor determinado que efectúe una calificación de riesgo adicional con una Entidad Calificadora de Riesgo distinta de la que realizó la calificación. La SBEF podrá también requerir la realización de una nueva calificación de riesgo, cuando se trate de emisores que sean entidades de intermediación financiera bajo su supervisión. En este caso la Calificadora no necesariamente está inscrita en el RMV, y podrá ser una NRSRO¹ o una en la cual al menos 25% del capital pertenezca a una NRSRO.

VII PROCEDIMIENTOS PARA LA CALIFICACION DE RIESGO

El proceso de calificación procura lograr una verdadera comunicación entre el emisor y la calificadora. Se orienta a conocer principalmente los planes del emisor en cuanto al tipo de instrumento, el monto, plazo, destino y demás características.

No existiendo un único proceso de calificación típico, se puede de manera referencial describir las etapas generales que se sigue durante el mismo:

1. Análisis de información financiera-económica histórica. De ser posible de los últimos tres a cinco años.
2. Visita a las instalaciones. En los casos que por el giro de actividad del negocio se considere prudente.

¹ Se refiere a las National Recognized Statistical Rating Organization, que son las calificadoras que la Comisión de Valores de EEUU (SEC) acepta como calificadoras de riesgo para cualquier instrumento financiero a nivel nacional de EEUU.

3. Validación de las proyecciones realizadas por el emisor.
4. Reunión de funcionarios del emisor con staff de la calificadora o miembros de su comité de calificación.
5. Sesión interna del comité de calificación.
6. Asignación de calificación.
7. Vigilancia y seguimiento por parte del analista responsable y el comité de calificación.

La calificación de la emisión se revisa formalmente (según lo requieren las normas) cada trimestre, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados. Lo que se pretende es observar si existen desviaciones importantes respecto a las consideraciones iniciales, y de existir, se establece la comunicación con el emisor para aclarar las causas. Si éstas son sólo de carácter temporal, la calificación no se altera y se le ubica bajo mayor observación. Por el contrario, si se considera que la desviación es producto de un cambio fundamental en la posición del emisor, se realiza a la brevedad el cambio en el sentido que se considere prudente.

Los resultados conocidos proporcionan en el mejor de los casos, una orientación del posible comportamiento futuro que se puede esperar en el desarrollo de una compañía. Con objeto de fortalecer y mantener actualizadas sus clasificaciones, se da gran importancia en los criterios de calificación a los flujos de efectivo esperados. La evaluación continua de los factores fundamentales pueden consistentemente y en forma actualizada determinar el potencial de cobertura del servicio al interés y principal de las emisiones.

La vigencia de la emisión será el tiempo que dure la calificación.

Información requerida para la calificación

En todos los casos el propio emisor proporciona la información de sus estrategias, políticas, mercados, finanzas, etc. y la calificadora emite su juicio fundamentada en el análisis efectuado de esta información proporcionada por el emisor, así como por otra serie de datos que posee u obtiene de otras fuentes que considera fidedignas, con el objeto de complementar la documentación.

No obstante que un gran peso se le da a los estados financieros auditados se trabaja con resultados parciales y otra información complementaria proporcionada por funcionarios autorizados por los emisores. La información y cifras que se utilizan en los análisis, en ningún caso son auditados por la calificadora.

Factores determinantes de una calificación

El proceso de calificación de riesgo no se limita al análisis de unas cuantas razones financieras. En la calificación de riesgo no suelen existir fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a una determinada calificación. Los factores fundamentales de los negocios cambian con el tiempo y las administraciones reaccionan a estos de forma diversa, por lo que su impacto es diferente para cada compañía e industria.

La determinación de una evaluación de riesgo es un asunto de juicio basado en análisis cualitativos y cuantitativos que cambian de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector y, dentro de cada uno de éstos, varía para cada empresa de acuerdo con su desempeño particular y su propia cultura empresarial.

A pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de riesgo es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

Análisis cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de caja sobre bases históricas. De éste se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la rentabilidad sobre el patrimonio.

El análisis histórico constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite dar credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está garantizada ni se puede completar hasta no realizar un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

Análisis cualitativo

El análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una calificación apropiada.

Entre los aspectos cualitativos que se consideran y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de una emisión, están la calidad de la administración; los planes y estrategias; las oportunidades de mercado; la investigación y desarrollo de nuevos productos; los ciclos de vida de productos; los recursos humanos; las políticas de control, la auditoría y los aspectos fiscales.

El proceso de calificación implica una considerable interacción con los funcionarios de las compañías emisoras, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades. Se realizan presentaciones a funcionarios de la calificadora, visitas a las instalaciones de los emisores, entrevistas personales y consultas permanentes para mantener continuidad en el conocimiento y desarrollo de la empresa y de la emisión.

VIII DESCRIPCION DEL INFORME EXPLICATIVO DE LA CALIFICACION

La calificación de riesgo de una determinada emisión es sustentada en un informe explicativo, el mismo que contiene diferentes aspectos referidos a:

Emisor: Se señala la razón social del emisor, y en su caso se indica si éste pertenece o forma parte de algún grupo de empresas con las que puede obtener ciertas sinergias en su operación.

Emisión: Comprende la descripción general de la misma, como el tipo, monto, plazo, calificación vigente asignada. Pretende que el lector identifique en forma rápida la emisión y se dé una primera idea de ella. Asimismo, se especifica el sector y giro al que pertenece el emisor, y el analista asignado, con el fin de que se puedan comunicar directamente con él los interesados que deseen profundizar más en la emisión de que se trate.

Reseña: Abarca fundamentalmente una breve referencia a los orígenes del negocio, su objeto social actual y su actividad principal.

Racionalidad de la calificación: Se expresa los sustentos de la calificación como son la solvencia del emisor, la calidad de la gerencia, la capacidad de los patrocinadores, etc. En este apartado se señalan, en su caso, apoyos adicionales con que cuenta la emisión y que se toman en consideración para la calificación cuando las emisiones pertenecen a compañías que por su tipo de actividad, su calidad de activos o por alguna otra circunstancia determinada, se emiten con alguna garantía y/o resguardo como apoyo a las propias emisiones. Estas garantías y/o resguardos en ocasiones sirven para igualar las condiciones entre los diferentes créditos que posee la empresa o bien para que la administración ponga especial esmero en cumplir con los lineamientos de la emisión con objeto de evitar costos mayores. En general se busca evitar el tomar en cuenta solamente la garantía y/o resguardo, olvidando los aspectos financieros fundamentales. No obstante, existen algunas garantías y/o resguardos que por sus propias características, de monto plenamente identificable, solidez y liquidez absoluta, proporcionan un gran respaldo a la emisión y por lo tanto se les da una ponderación alta. Entre éstos sobresalen los siguientes: cartas de crédito o líneas irrevocables de crédito otorgadas por bancos de reconocida solvencia, fianzas de crédito que cumplan con características adecuadas proporcionadas por instituciones autorizadas, fideicomisos de depósito y administración de valores dados en prenda y

otros. En todos estos casos, la calificación pretende evaluar el riesgo crediticio en primera instancia, basada en los aspectos fundamentales del negocio y sólo como complemento adicional, y en ocasiones sólo con el objeto de poseer una posición similar o mejor a la de otros acreedores, se busca integrar la emisión con alguna garantía y/o resguardo de los mencionados. Se debe resaltar que la calificadora dictamina emisiones, no empresas, por lo que una misma emisora con varias emisiones pudiera tener diferentes clasificaciones, dependiendo de las diferentes garantías y/o de los resguardos con que cada una de ellas pudiera contar.

Desarrollos recientes: Se intenta explicar al mercado las ocurrencias recientes alrededor del emisor que por su importancia son trascendentes para los inversionistas. Entre estas se puede citar planes de inversión y de financiamiento, cambios en estrategias, ingreso a nuevos mercados o ingreso de nuevos competidores, cambios en la gerencia o en la propiedad, cambios en aspectos normativos que afecten al sector o a la empresa, etc.

Operaciones: Pretende proporcionar una perspectiva general del emisor, describiendo algunos de los elementos importantes con los que desarrolla sus actividades, como las instalaciones de que dispone, clientes y mercados que atiende, tecnología con que cuenta, capacidades instaladas y utilizadas, personal ocupado y el tipo de relaciones que posee. En general, en esta sección se busca esquematizar lo que es propiamente la estructura operativa del emisor.

Finanzas: Este apartado busca describir la situación financiera de la institución de manera sencilla, haciendo alusión a las cifras y ratios de las secciones anteriores. El fin es enfocar a los puntos relevantes del negocio, las fortalezas y debilidades del mismo, sin perder de vista el objeto central, que es el resaltar los indicadores de la capacidad del emisor de cumplir adecuada y puntualmente con los compromisos adquiridos con la emisión.

Mayores riesgos y oportunidades: Todas las instituciones están sujetas a presiones financieras que se agudizan esporádicamente dependiendo de diversas circunstancias, tales como los ciclos económicos, adquisición o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc. Hechos como éstos pueden, bajo ciertas circunstancias, incrementar o suavizar temporalmente el riesgo financiero de las empresas. En esta sección, señala los elementos, que en un momento determinado pudieran incidir negativamente en la capacidad de servicio de las emisiones. Por otro lado, se presentan oportunidades que pueden incidir favorablemente en el futuro de dicho negocio.

IX ESQUEMA METODOLOGICO PARA LA CALIFICACION DE RIESGODE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS

Regularmente el análisis del riesgo de crédito de los bancos e instituciones financieras tiene como objetivo determinar el riesgo de crédito futuro de cada institución. Tomando en cuenta este objetivo, el ejercicio analítico que se realiza al efectuar la calificación de riesgo se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, de manera de determinar la probabilidad de que la deuda o los intereses que ésta devenga, sean pagados de acuerdo a los montos y plazos pactados originalmente con los acreedores.

Los aspectos cualitativos del análisis son extremadamente importantes. Una estrecha relación de trabajo con la administración del banco o financiera es de suma utilidad para poder realizar una adecuada evaluación de los factores cualitativos.

La base para la evaluación de los aspectos cuantitativos es un énfasis en principios fundamentales. Procedimientos detallados de revisión analítica proporcionan impresiones claras acerca de la rentabilidad histórica y de la situación financiera actual de las instituciones. El paso siguiente consiste en el desarrollo de expectativas respecto de los resultados financieros esperados para cada institución. Dichas expectativas sirven de referencia para evaluar la estabilidad de la calificación en el tiempo.

Análisis de la industria

El punto de partida en cualquier proceso de calificación es un estudio de la fortaleza de la industria. Este enfoque, a partir de lo más general se va acercando a los aspectos más particulares de la institución, es más importante mientras mayor sea la influencia de los factores propios de la industria sobre los resultados de las instituciones individuales que la componen. La capacidad relativa de la industria en comparación con otras para atraer capital tiene implicancias obvias en su crecimiento y competitividad. Adicionalmente, la capacidad de entregar un retorno adecuado a los inversionistas, comparado con otras industrias, tendrá influencia en decisiones de gestión, tales como el nivel de endeudamiento y el perfil de riesgo de la industria.

La industria bancaria en el mundo está siendo afectada, sin duda, por eventos tales como la globalización de los mercados financieros, la desregulación geográfica y de la demanda y en la rentabilidad de los productos bancarios tradicionales, y por la desintermediación financiera, por nombrar algunos. Un aspecto importante del análisis es clasificar el grado en que las distintas instituciones están preparadas para responder y operar en este ambiente de cambios.

Riesgo del negocio

Históricamente la industria bancaria ha sido cíclica, con resultados que generalmente siguen el ciclo económico. Debido a la homogeneidad del negocio bancario, que consistía básicamente en juntar depósitos y generar préstamos, en el pasado la susceptibilidad al ciclo económico era el factor principal a ser considerado en la determinación del riesgo del negocio. La calidad de los préstamos y la demanda se veían afectadas cuando la economía se decaía, con un deterioro paralelo en cuanto a rentabilidad. Luego, cuando la economía se reponía, esto redundaba rápidamente en una mejora en la condición financiera de las instituciones. La frecuencia de fracasos bancarios y el gran número de bancos que figuran en listas reglamentarias como "bancos con problemas", aún en el auge del ciclo económico, indica que puede haber problemas serios dentro de la industria, aún durante épocas en que priman las condiciones económicas favorables.

Se busca identificar los riesgos inherentes en los productos y estrategias del banco, y determinar si existe una compensación adecuada hacia la institución por tales riesgos. Igualmente importante es nuestra evaluación de la habilidad y el éxito de la gerencia en identificar, controlar y revisar tales riesgos. Una concentración excesiva dentro de la cartera de préstamos, un crecimiento rápido y continuado de las colocaciones, por citar dos ejemplos, constituirían señales de alerta y, por lo tanto, merecerían una investigación más a fondo.

Riesgo financiero

En el caso de instituciones financieras es más fácil averiguar el grado de riesgo financiero que su nivel de riesgo comercial. La flexibilidad del balance ha emergido como un factor crítico en la estimación del riesgo financiero. Un balance flexible

puede aumentar la rentabilidad y al mismo tiempo permitir a una institución sobrevivir con seguridad a interrupciones momentáneas en la captación de fondos. El acceso a fuentes de financiamiento, la liquidez de los activos, la sensibilidad a la tasa de interés y la dependencia de fuentes mayoristas de financiamiento, son todos puntos de consideración importantes. La capacidad de mover los activos por medio de venta o titularización proporciona una flexibilidad considerable a la administración del balance de un banco. En este sentido, el desarrollo de esta modalidad de financiamiento puede ayudar a reducir el riesgo de esta industria.

El nivel de endeudamiento financiero con que opera una institución es un factor importante en la determinación de su riesgo de crédito, no sólo porque un menor endeudamiento permite absorber mayores pérdidas en los activos, sino que también, permite a las instituciones aprovechar oportunidades atractivas cuando éstas se presentan. La capacidad de generar recursos propios en forma interna para apoyar el crecimiento de la empresa es vital para cualquier institución. Por consiguiente, una revisión de la rentabilidad esperada y de la política de dividendos forma parte integral del análisis.

Otro aspecto fundamental en el proceso de evaluación es la revisión de la calidad de la cartera de créditos. El análisis se suele iniciar con una revisión de las medidas de calidad de crédito, como por ejemplo, los niveles de morosidad, el nivel de provisiones y los activos riesgosos, pero ahonda más profundamente en los mecanismos utilizados en el proceso de administración de los créditos. Una comprensión del proceso de cómo se originan, aprueban y revisan los préstamos, así como la solución de créditos problemáticos y la política de aprovisionamiento, son todos factores importantes al momento de evaluar las características de riesgo de la cartera.

Administración

Una de las áreas de mayor complejidad e importancia en el proceso de calificación es el nivel de relación que se establece con el equipo gerencial y sus estrategias para administrar la institución. A largo plazo, el rendimiento financiero de la institución refleja las capacidades de las personas responsables de la dirección de la empresa. Las organizaciones bien llevadas se caracterizan generalmente por una estructura gerencial profunda y estable. No existe, obviamente, un modelo cuantitativo para medir la calidad de la gestión. Sin embargo, la evaluación de la administración sigue siendo crítica en las decisiones de calificación.

Descripción del análisis cuantitativo

Se presenta a continuación una lista de los factores más importantes que se utilizan en el análisis cuantitativo de bancos e instituciones financieras. Este análisis se dirige hacia las siguientes áreas²:

² Los índices mencionados son sólo algunos ejemplos de las razones financieras generalmente utilizadas en el análisis cuantitativo.

Rentabilidad

Un factor clave en la evaluación de la viabilidad a largo plazo de cualquier organización es su rentabilidad. El análisis contempla ajustes a las utilidades netas, de manera de extraer sólo aquella parte de los ingresos y los costos que son sostenibles en el tiempo. Algunos aspectos importantes, más allá del nivel absoluto de rentabilidad, son la continuidad en la generación de excedentes y las tendencias esperadas en relación a otras instituciones similares. Los principales índices considerados son los siguientes:

- Rentabilidad de los activos
- Margen de interés neto
- Indicadores de eficiencia

En lugar de establecer parámetros rígidos de rentabilidad para cada categoría de calificación, se analiza el grado de éxito de la organización en aprovechar las relaciones de riesgo/retorno que se producen comúnmente en cada uno de los negocios claves. De esta manera, se espera que las estrategias de alto riesgo obtengan una rentabilidad también más elevada sobre el promedio. Al mismo tiempo, instituciones que eligen una combinación de bajo riesgo/bajo retorno se clasifican sobre esa base.

Calidad de activos

La fuente primaria de variabilidad en la solvencia de un banco es la calidad y composición de sus activos. Una mejoría o un deterioro en la cartera puede producir cambios significativos en la rentabilidad. En esta materia, especial énfasis se coloca en el análisis de la cartera de colocaciones. Con esto, se intenta identificar concentraciones por tipo de préstamo, tipo de deudor, área geográfica y vencimiento. Los principales indicadores utilizados en esta materia son los siguientes:

- Colocaciones riesgosas en relación a patrimonio, provisiones y colocaciones.
- Colocaciones vencidas en relación a patrimonio, provisiones y colocaciones.
- Provisión de colocaciones sobre colocaciones.
- Razón de provisiones voluntarias.
- Castigos sobre colocaciones promedio.

En el análisis de los índices se considera la evolución histórica, los estándares de la industria y las tendencias proyectadas. La interrelación de los distintos índices es también importante. Por ejemplo, una disminución en los castigos puede no ser señal de fortaleza si los morosos están aumentando simultáneamente.

Liquidez y financiamiento

La solidez de la base de financiamiento de un banco puede ser el factor crítico para determinar la sobrevivencia de la institución en tiempos difíciles. De la misma manera, tal base proporciona apoyo financiero y flexibilidad para favorecer el crecimiento en tiempos buenos. La solidez se manifiesta en un alto y sostenido nivel de depósitos, en un bajo nivel de dependencia de depósitos intermediados y otros fondos mayoristas, y en activos que pueden ser liquidados sin pérdida significativa de valor.

- Depósitos/Colocaciones.
- Depósitos vista/Depósitos totales.

La evaluación de la capacidad de financiamiento de una institución normalmente requiere una comprensión del mercado de depósitos local y del grado de competencia de las garantías explícitas o implícitas a los depositantes.

Administración de activos/pasivos

Un aspecto crítico en el análisis del financiamiento de las instituciones es el equilibrio entre los activos y pasivos de un banco que son sensibles a la tasa de interés. Aún cuando las medidas tradicionales de descalce han llegado a ser algo anticuadas, como resultado del análisis de duración, se evalúa estas cifras para poder detectar cambios abruptos indicativos de eventuales problemas. En este sentido, los principales indicadores considerados son los siguientes:

- Calce por moneda.
- Calce por plazo.

Algunos grupos gerenciales adoptan una postura más agresiva que otros en cuanto al riesgo que consideran aceptable frente a la tasa de interés, a pesar de que este aspecto está bastante recalcado por la regulación de la Superintendencia.

Capital

El análisis se concentra en el capital tangible y en la capacidad del banco para hacer crecer su base de capital a través de la retención de utilidades. Los principales indicadores son los siguientes:

- Endeudamiento (Deuda/ Activos)
- Capital y Reservas/Activos Totales
- Tasa Interna de Generación de Capital
- Deuda Subordinada/Capital y Reservas
- Pago Deuda Subordinada/Excedente
- Deuda Total/Capital y Reservas

Claramente, ningún nivel realista de capital puede evitar la caída de una institución mal administrada. Sin embargo, una base de capital sólida otorga a la administración los medios financieros para tomar decisiones prudentes en cuanto a crecimiento, alternativas de financiamiento, provisiones ante pérdidas, etc.

Los índices presentados más arriba son solamente una muestra del tipo de indicadores cuantitativos empleados en el análisis de bancos e instituciones financieras. En el proceso de calificación, ningún aspecto aislado tiene prioridad. Una fortaleza en una área puede compensar una debilidad en otra, según las circunstancias. Por ejemplo, una institución altamente rentable, con buena calidad de activos, puede ser capaz de operar con niveles más altos de endeudamiento, o con menos provisiones. Es el equilibrio global de la institución el que está representado por la calificación de riesgo.

Características contractuales de los instrumentos

A pesar de que se enfatiza usualmente la solidez de la institución al evaluar su solvencia, la "preferencia" (orden de prioridad en el pago) de un determinado título en la estructura de capital es un aspecto que recibe gran atención, debido a los niveles de endeudamiento con que opera la industria bancaria.

Los depósitos pueden tener una posición privilegiada respecto de los bonos. A su vez, en una estructura de holding, las obligaciones de las filiales tienen prioridad sobre las de la sociedad matriz. Esto refleja el hecho de que el pago del interés y del capital por la sociedad matriz depende muchas veces de fondos que son enviados "hacia arriba" por las filiales operativas. Adicionalmente, la sociedad matriz podría estar involucrada directamente, o tener filiales que participan en otras actividades financieras, las cuales pueden tener un mayor grado de riesgo que el banco mismo.

El nivel de "doble endeudamiento" (deuda introducida como patrimonio a las filiales) utilizado por la sociedad matriz tiene un efecto significativo en su perfil de riesgo. El "doble endeudamiento" significa que la sociedad matriz depende de dividendos en efectivo a recibir de las filiales para responder al servicio de la deuda. Si el pago de dividendos está restringido debido a problemas de capital en las filiales, el flujo de caja de la sociedad matriz puede verse seriamente perjudicado. Por lo tanto, un alto grado de "doble endeudamiento" se visualiza generalmente como un elemento de riesgo adicional a considerar en la decisión de calificación.

X ESQUEMA METODOLOGICO PARA LA CALIFICACION DE INSTRUMENTOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA (BONOS Y OTROS)

La calificación de instrumentos representativos de deuda estará constituida por dos etapas: el análisis previo y los procedimientos normales de calificación. En los procedimientos normales de calificación se indicarán algunos factores de riesgo que son relevantes de considerar cuando se califican instrumentos emitidos por sociedades creadas para desarrollar un proyecto o por sociedades que, a pesar de tener historia, desarrollen un proyecto que represente una parte importante de los activos de la sociedad.

Análisis previo

En forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de calificación, se verificará si el emisor presenta información representativa y suficiente, según los patrones de calificación que ellos contemplan. Sólo si ambas condiciones se cumplieran, dichos procedimientos serán aplicados. Se entenderá por información representativa aquella que permite inferir razonablemente la situación financiera del emisor. En vista de lo anterior, el comité de calificación podrá modificar la calificación si estima que las garantías propias del instrumento son suficientes, de acuerdo a lo que se define más adelante.

Procedimientos normales de calificación de bonos

La calificación de riesgo de instrumentos representativos de deuda comprenderá tres etapas: la calificación preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor; el análisis de las características del instrumento y la calificación final del instrumento, que combina la calificación preliminar con el resultado del análisis de las características del instrumento.

Calificación preliminar de la capacidad de pago

Para determinar la calificación preliminar, se considerarán, entre otros, los siguientes aspectos:

- Características de la industria a la que pertenece el emisor
- Posición de la empresa en la industria.
- Indicadores de la situación financiera del emisor.
- Características de la administración y propiedad.
- Adicionalmente, en caso de que el emisor desarrolle un proyecto que influya significativamente en los resultados de la sociedad, se considerarán entre otros, los siguientes aspectos:
 - Racionalidad del producto o servicio.

- Seguros y garantías del proyecto.
- Experiencia y motivación de los patrocinadores del proyecto.
- Experiencia y capacidad financiera de los contratistas.

Características de la industria

- a)** Fase en que se encuentra la industria: industria en crecimiento, estable o decreciente.
- b)** Sensibilidad de la industria ante cambios en los precios relativos, tipo de cambio, tasas de interés, nivel de remuneraciones, crecimiento del Producto Bruto Interno, regímenes tarifarios, y otras que se estime adecuadas, y rapidez de ajuste de la industria al comportamiento general de la economía.
- c)** Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. Localización de la competencia (regional, nacional o internacional); identificación de los factores determinantes de la competencia (precios, calidad de los productos o servicios, comercialización, imagen, etc.); existencia de normas que otorguen algún grado de protección.
- d)** Existencia de mercados potenciales.
- e)** Caracterización de los productos como servicios, bienes de capital (pocos contratos grandes), bienes intermedios o bienes de consumo (muchos contratos pequeños).
- f)** Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.
- g)** Proveedores de la industria: características de la oferta de materias primas e insumos así como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas u otros.
- h)** Características institucionales de la industria: existencia de barreras de entrada y salida; de regulaciones especiales (tributarias, tarifarias, de propiedad u otras); concentración geográfica de los centros de producción; rapidez de la incorporación de los cambios tecnológicos en los procesos productivos; análisis de la fortaleza de la organización sindical y de los sistemas de negociación colectiva, etc.

Posición de la empresa en su industria

- a)** Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios actuales o eventuales. Existencia efectiva o potencial de bienes complementarios, nacionales o importados.

- b)** Identificación de las principales empresas que conforman la industria, la posición de éstas y de la empresa en el mercado. Existencia de competencia internacional.
- c)** Proveedores: características de la oferta de materias primas e insumos, tales como su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad de que el emisor se vea expuesto a prácticas monopólicas de proveedores, existencia de competencia en la demanda de materias primas e insumos, etc.
- d)** Eficiencia relativa de compradores y dependencia del emisor respecto de los mismos.
- e)** Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios.
- f)** Liderazgo y capacidad relativa de la empresa para estar a la vanguardia del desarrollo de nuevos productos o servicios; políticas de inversión en investigación y desarrollo, etc.

Indicadores de la situación financiera del emisor

- a)** Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros.
- b)** Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado.
- c)** Rentabilidad: medición de la capacidad de la empresa para generar excedentes en relación al patrimonio, a los activos operacionales, a los activos totales, etc.
- d)** Flujos de caja: proyección de los flujos de caja para un período considerado como razonable.
- e)** Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de caja del emisor para períodos considerados como razonables.
- f)** Liquidez: determinación de la convertibilidad en dinero de las distintas partidas del activo, así como la relación entre los distintos rubros del activo circulante y los de pasivo circulante.
- g)** Endeudamiento: análisis de la proporción de deuda y patrimonio que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda.
- h)** Calce de monedas: análisis de la relación que existe entre las monedas en que se producen los ingresos y egresos y las unidades monetarias en que se expresan activos y pasivos.
- i)** Contratos a futuro: análisis de los contratos a futuro y de la posición que adopta la empresa para protegerse de los riesgos inherentes a dichos contratos.

j) Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios: análisis de la proporción que representan los resultados operacionales y los no operacionales para determinar qué parte de ellos proviene de actividades ajenas al giro normal del negocio, que puedan tener carácter extraordinario.

k) Contingencias y compromisos: análisis de la naturaleza y cuantía de las garantías otorgadas por el emisor, ya sea por obligaciones propias o de terceros, como también los procesos judiciales o administrativos u otras acciones legales en que se encuentre involucrada la empresa.

l) Acceso al crédito: análisis de las posibilidades que tiene el emisor para obtener financiamiento en el mercado formal del crédito.

m) Operaciones con personas relacionadas: análisis de las condiciones y montos de los contratos y transacciones realizadas entre la empresa y personas relacionadas, y su importancia en el total de las operaciones.

Con todo, para la calificación definitiva de la situación financiera del emisor se determinará la variabilidad de ésta en función del comportamiento histórico de los distintos indicadores.

Características de la administración y propiedad

Se analizará entre otras, las características de la administración tales como la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; la estructura de la organización; los sistemas de administración y planificación; los centros de poder de decisión dentro de la empresa o del grupo empresarial; los antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo, se analizará la propiedad y se tomarán en cuenta aspectos tales como su concentración; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa; el grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserto el emisor; la importancia estratégica de éste en el grupo; y cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio y que no estuviese incluido en las secciones anteriores.

Racionalidad del producto o servicio

En el análisis de la racionalidad del producto o servicio se considerará, entre otros, los siguientes aspectos:

- Mercado objetivo. Se considerará si se trata de un producto estandarizado o diferenciado; si la demanda está concentrada o atomizada; la respuesta de la demanda frente a variaciones de precios e ingreso de la población. Si se trata de un

nuevo producto, la penetración de un nuevo mercado, y si existe un producto y mercado ya desarrollado, la evolución esperada del mercado a futuro, y la existencia de nuevos productos y proyectos competitivos.

- Ventajas y desventajas de costos. La existencia de ventajas o desventajas absolutas de costos será un factor determinante de la viabilidad y racionalidad económica del emisor en el largo plazo y, por lo tanto, de su capacidad de servir sus obligaciones crediticias.

Entre los factores determinantes del costo de operación del emisor, se considerará, por lo menos, los siguientes:

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

Características del instrumento

Para los efectos de evaluar las características del instrumento se considerarán los resguardos y las garantías.

Resguardos del instrumento

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.

Dependiendo de las características de la sociedad, del giro de sus negocios o de su administración y propiedad, serán diferentes los resguardos que se considerará como más relevantes. Los resguardos serán suficientes si, a juicio del comité de calificación, constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos. En todo caso, se clasificará la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, examinando entre otros, aquellos que:

- a) Obligan al emisor a no superar cierto grado de endeudamiento.
- b) Comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados o, en su defecto, le prohíben caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales, al menos proporcionalmente equivalentes en favor de los tenedores de bonos.
- c) Establecen que el pago de capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagara oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos.
- d) Aseguren que se podrá exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordara la reducción del plazo de duración de la sociedad y éste fuere menor que el plazo para el vencimiento de los bonos; o si se produjera la disolución anticipada de la sociedad.
- e) Establecen los procedimientos a seguir en caso de fusión, transformación o división de la sociedad emisora, o cuando la sociedad hiciera aportes a sociedades, que afectaran en forma significativa la estructura de los activos del emisor.
- f) Obligan al emisor a mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales.
- g) Establecen restricciones respecto de inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor.

Garantías del instrumento

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc., y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Para que las garantías de un instrumento sean consideradas suficientes, se analizará, al menos, lo siguiente:

- a) que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables.
- b) que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios, y
- c) que en caso de corresponder a prenda sobre contratos de leasing, se hubiese constituido dicha prenda sobre los bienes arrendados, a favor de los correspondientes arrendatarios; y si para el pago del arrendamiento estipulado en el contrato de leasing se han aceptado letras de cambio, que éstas se hayan entregado en prenda conjuntamente con el contrato a que corresponden.

XI ESQUEMA METODOLOGICO DE LA CALIFICACION DE ACCIONES

La calificación de acciones tiene por objetivo medir el riesgo total de un título accionario. Dicho riesgo puede ser resumido como la variabilidad futura del retorno total (apreciación más dividendos) obtenido por los accionistas de una empresa. El riesgo total de un título accionario depende tanto de las fluctuaciones del mercado en general, como de los desarrollos particulares de la industria en que participa la empresa, su posición competitiva, su condición financiera y otras variables.

Otra medida de riesgo accionario comúnmente utilizado es el llamado Beta. Beta es una letra griega utilizada en la literatura de finanzas para denotar la sensibilidad del precio de una acción ante fluctuaciones en el mercado accionario general. Como tal, el Beta es una medida de volatilidad o riesgo. Sin embargo, el Beta no mide el riesgo total de una acción, sino que sólo una parte de éste, que corresponde al riesgo de mercado, también conocido como riesgo no diversificable.

Procedimientos

La metodología incluye un análisis cualitativo y cuantitativo, tanto de la empresa como de las características particulares de los títulos.

A continuación se describen brevemente cada una de las variables consideradas:

Tamaño: La experiencia internacional muestra que los precios de empresas pequeñas tienden a ser más fluctuantes que los precios de empresas grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este tipo de empresas, y por otro, la mayor vulnerabilidad de las empresas pequeñas ante eventos o situaciones adversas.

Historia: Siguiendo una línea de argumentación similar a la anterior, es sabido que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de empresas que no les son familiares, o de las cuales disponen de menos información. De esta manera, las empresas recientemente constituidas y aquellas que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus títulos accionarios, en comparación con aquellas empresas que cuentan con más años de historia.

Variabilidad de los precios: En el entendido de que la historia es un buen predictor del futuro, la metodología de calificación contempla el estudio de la variabilidad de las series históricas de precios de los títulos accionarios.

Predictibilidad de los resultados : Aquellas empresas cuyos resultados son más predecibles, ya sea porque su línea de negocios es simple o porque se encuentran en una industria muy estable, o por cualquier otra razón, tendrán probablemente también precios más estables para sus acciones. En efecto, será más sencillo para los analistas y para el mercado en general interpretar los efectos de los nuevos acontecimientos sobre el valor de la empresa, de manera que éstos serán incorporados a los precios paulatinamente y en su correcta dimensión, otorgando de esta manera un mayor grado de estabilidad a las cotizaciones.

Situación financiera de la empresa: Las empresas más rentables y de menor endeudamiento están generalmente mejor preparadas para hacer frente a situaciones adversas, tales como un ciclo recesivo, una caída transitoria en el precio de sus productos, etc. De esta manera, las empresas financieramente sanas, ofrecen un grado de seguridad adicional a sus acreedores y accionistas respecto de su capacidad para permanecer en el mercado en el largo plazo.

Indicadores de mercado: Existen ciertos indicadores comúnmente utilizados por los inversionistas para valorar las empresas, tales como la relación precio/utilidad, el rendimiento de los dividendos y la relación del valor libro al valor de mercado de la empresa, que pueden también ser utilizados como medidas indirectas del riesgo de invertir en una empresa determinada.

Riesgo del negocio: Hay ciertos factores intrínsecos a una empresa, tales como el riesgo de la industria en que participa, la regulación que los afecta, el grado de competitividad, etc, que hace definitivamente más riesgosas ciertas empresas en relación a otras.

Administración, estrategia competitiva y planes de inversión y desarrollo: Un buen plan estratégico, en conjunto con un adecuado equipo gerencial, pueden producir grandes diferencias en los resultados de empresas de similares características.

Liquidez de los títulos en el mercado: La liquidez es importante en el análisis debido a que mientras mayor sea ésta, menor será la pérdida que tendrá que soportar un inversionista que requiera liquidar rápidamente una posición accionaria en una empresa en particular. Adicionalmente, mientras mayor sea el nivel de liquidez, mayor será la probabilidad de que el precio de mercado de una acción refleje el verdadero valor económico de la empresa.

Propiedad accionaria: Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad accionaria de una empresa que pueden influir en la estabilidad de cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad de la empresa, la transacción de los títulos accionarios en bolsas internacionales (ADR) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria de la empresa, son todos factores que, a nuestro juicio, contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicha empresa en el mercado.

Interpretación de los resultados

La metodología esta diseñada básicamente para medir la volatilidad o riesgo futuro de un título accionario. Como tal, los resultados de la calificación no pueden interpretarse como una recomendación de compra o venta de un determinado título, si bien contribuyen como una pieza fundamental de información para las decisiones que deben tomar los inversionistas. Como se sabe, la decisión de inversión se basa al menos en dos elementos: riesgo y rentabilidad. La calificación de riesgo de acciones nada dice respecto de la rentabilidad futura o esperada de una acción. Es más, cabe recordar una premisa básica de finanzas que establece que un mayor retorno comúnmente va también asociado a mayor riesgo.

XII PROBLEMAS MAS COMUNES DETECTADOS EN LOS PROCESOS DE CALIFICACION

La experiencia evidenciada en distintos mercados de valores emergentes, ha permitido rescatar alguna temática que es importante tener en cuenta a fin de contribuir mejor al desarrollo de la actividad de calificación de riesgo en el mercado boliviano, y además permitir que el emisor obtenga mayor celeridad en el proceso:

1. Demora en el envío de la información por parte del emisor. Incluso, en ciertos casos no envían la información correspondiente a algún trimestre.
2. Existe información que los emisores no entregan por un tema de confidencialidad, esto a pesar de la confidencialidad que ofrece la calificadora en el manejo de la información y que está estipulada en el contrato de calificación.
3. Problemas de calidad y uniformidad en la información proporcionada.
4. Demora por parte del emisor en la absolución de consultas.
5. Presión por parte del estructurador a la calificadora, directamente o a través del emisor, tratando de influir en la opinión de la calificadora y, por lo tanto, obtener una calificación objetivo.
6. Dificultad en el acceso a información de mercado.
7. Competencia desleal: “ratings a la medida”, ocasionados por:
 - a. El afán de conseguir más clientes dado el tamaño reducido del mercado
 - b. El desconocimiento del tema por parte de la calificadora (metodologías de calificación)
 - c. Diferentes estándares éticos

Esto conlleva a que ciertos estructuradores prefieran a determinadas calificadoras por su política de otorgamiento de ratings.
8. Ausencia de estándares en la presentación de la información contable, información de los auditores, información legal, etc.
9. De acuerdo con la regulación existente o los usos, aquellos emisores que participan activamente en el mercado se ven en la obligación de preparar y presentar información al mercado con determinada frecuencia, debiendo destinar los recursos necesarios para este fin. En este caso, se debe considerar que las calificaciones otorgadas son de largo plazo y el seguimiento es continuo, por lo que un pronunciamiento respecto de una variación en la calificación lo hará la calificadora oportunamente.

ANEXO I

INFORMACION REQUERIDA PARA LA CALIFICACION DE RIESGO

A) Información mínima de instituciones financieras

1. Estados Financieros Auditados y Memoria últimos tres años.
2. Estados Financieros trimestrales últimos dos o tres años.
3. Presupuesto.
4. Estructura de financiamiento, detallando las obligaciones corrientes y la deuda a largo plazo. Se deberá señalar la parte corriente y la parte no corriente haciendo mención al tipo de acreedor, moneda, tasas de interés y plazos de vencimiento al período en evaluación.
5. Inversiones en activo fijo desde últimos tres años (históricas); reales y proyectadas por trimestre para año en curso.
6. Estructura de ingresos.
7. Estructura de costos y gastos al último período disponible.
8. Detalle de inversiones permanentes y temporales al último período disponible.
9. Activos y créditos ponderados por riesgo al último período disponible.
10. Contingencias al último período disponible.
11. Total de accionistas y participación al último período disponible.
12. Nombre de directores al último período disponible.
13. Detalle de la plana gerencial: nombre, cargo y tiempo de permanencia en el cargo. Breve curriculum vitae.
14. Número total de acciones suscritas y pagadas al último período disponible. Historia últimos tres años.
15. Capital social suscrito y pagado al último período disponible. Dividendos.
16. Situación laboral y número de trabajadores últimos tres años.
17. Nombre de Auditores Externos.
18. Principales clientes. Volumen de negocios con el estado y empresas vinculadas.
19. Principales proveedores: detalle por montos.
20. Utilización de la capacidad instalada.
21. Presencia en el mercado.
22. Volumen de créditos al último período disponible.
23. Productividad media y otra información que influya en el uso de los factores de producción.

B) Información mínima de entidades o empresas no financieras (corporaciones)

1. Estados Financieros Auditados y Memoria de los últimos tres ejercicios económicos.
2. Estados Financieros trimestrales últimos dos o tres años, con información complementaria detallada.
3. Presupuesto vida útil de la emisión. Al menos 12 trimestres.
4. Flujo de caja trimestral, por lo menos 36 meses (12 trimestres).

5. Estructura de financiamiento, detallando las obligaciones corrientes y la deuda a largo plazo. Se deberá señalar la parte corriente y la parte no corriente haciendo mención al tipo de acreedor, moneda, tasas de interés y plazos de vencimiento al último mes disponible.
6. Inversiones en activo fijo: proyectado versus realizado para el ejercicio actual.
7. Estructura de costos y gastos al último mes disponible.
8. Análisis de sensibilidad, según modelo.
9. Detalle de inversiones permanentes y temporales al último mes disponible.
10. Detalle de gastos en arrendamientos operativos.
11. Depreciación y Amortización por trimestres desde tres años atrás.
12. Contingencias al último mes disponible.
13. Total de accionistas y participación al último mes disponible.
14. Nombre de directores al último mes disponible.
15. Detalle de la plana gerencial: nombre, cargo y tiempo de permanencia en el cargo. Breve curriculum vitae.
16. Número total de acciones suscritas y pagadas al último mes disponible. Dividendos. Historia desde tres años atrás.
17. Capital social suscrito y pagado desde tres años atrás y al último mes disponible.
18. Número de trabajadores desde tres años atrás.
19. Nombre de Auditores Externos.
20. Principales clientes. Volumen de compras del estado y empresas vinculadas.
21. Principales proveedores: detalle por montos.
22. Utilización de la capacidad instalada.
23. Presencia en el mercado.
24. Volumen de ventas y facturación al último mes disponible.
25. Productividad media y otra información que influya en el uso de los factores de producción. De acuerdo a los reportes gerenciales de uso frecuente.

ANEXO II

CATEGORIAS DE RIESGO

Las Entidades Calificadoras de Riesgo autorizadas e inscritas en el RMV utilizarán las categorías y nomenclaturas que se detallan a continuación. Aquellas Entidades Calificadoras que cuenten con su propia nomenclatura, deberán presentar a la SPVS, para su aprobación, las equivalencias que correspondan respecto a la nomenclatura establecida:

Valores de Corto Plazo:

Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa, ante posibles cambios en el emisor en el sector al que pertenece o en la economía.

Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, siendo susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados pero ésta es susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece en la economía.

Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos títulos valores cuya capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles de riesgo N-1, N-2 o N-3, pero que posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación

Nivel 5 (N-5): corresponde a aquellos Títulos Valores cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación y además no existen garantías suficientes para el pago de capital e intereses

Valores de Largo Plazo:

AAA: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual no se vería

afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece ó en la economía.

AA: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuenten con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece ó en la economía.

A: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece ó en la economía.

BBB: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con una suficiente capacidad de pago capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual es susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece ó en la economía.

BB: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuentan con capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la que es variable y susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el sector al que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital

B: Corresponde a aquellos Títulos Valores que cuenten con una mínima capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, el sector al que pertenece o en la economía pudiendo incurrirse en la pérdida del capital e intereses.

C: Corresponde a aquellos Títulos Valores que no cuentan con la capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

D: Corresponde a aquellos Títulos Valores que no cuentan con la capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de capital e intereses, o requerimiento de quiebra en curso.

E: Corresponde a aquellos Títulos Valores cuyo emisor no posee información suficiente o no información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y carecen de garantías suficientes

Se autoriza añadir los numerales 1. 2. y 3 en cada categoría genérica, desde AA a B con el objeto de establecer una calificación específica de los Títulos Valores de largo Plazo de acuerdo a las siguientes especificaciones:

- Si el numeral 1 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Título Valor se encuentra en el nivel más alto de la calificación asignada.
- Si el numeral 2 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Valor se encuentra en el nivel medio de la calificación asignada.
- Si el numeral 3 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Valor se encuentra en el nivel más bajo de la calificación asignada.

Acciones preferentes

aaa: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una sobresaliente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago no estaría afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

aa: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una muy alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago se vería marginalmente afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

a: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse levemente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

bbb: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una adecuada capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

bb: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una regular capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es variable y susceptible de reducirse más que moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

b: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen la menor capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es muy variable y susceptible de reducirse significativamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

ccc: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.

cc: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una muy débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es altamente

vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.

c: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una insuficiente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. El emisor está en una situación próxima de insolvencia y de incumplimiento total.

d: Corresponde a aquellos instrumentos que han incumplido el pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados o que el emisor ha incurrido en otras causales de incumplimiento (cláusulas específicas de los pagos de dividendos).

e: Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente.

Acciones

I: El mas alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades

II: Alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades

III: Buen Nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades

IV: Solvencia ligeramente inferior a la de la categoría III y débil capacidad de generación de utilidades

V: Débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades

VI: Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente

ACERCA DEL MANUAL

El presente manual ha sido elaborado como parte del Proyecto “Educación Bursátil”, el mismo que ha contado con la participación de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV), y la Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa (ABAB).

El proyecto ha contado con el soporte del Programa para el Desarrollo Empresarial Boliviano, a cargo de la Cámara de industria y Comercio de Santa Cruz (CAINCO), con el auspicio de la Agencia Sueca de Cooperación internacional para el Desarrollo (ASDI)

El contenido del manual es exclusivamente de carácter educativo, y no refleja necesariamente las opiniones de la entidades aludidas, ni tampoco es referente legal para los trámites y procedimientos en el mercado de valores; para cuyo fin se recomienda ceñirse a las normas pertinentes.