

Sobre las calificadoras de riesgo Tapia, Gustavo N.

La información es un elemento esencial para el buen funcionamiento de los mercados financieros. La calificación de riesgo es una importante pieza de información adicional; y nos brinda una opinión fundamentada acerca del riesgo de incumplimiento de una emisión (riesgo de no pago). Por esta vía ayuda a la correcta formación de precios de los instrumentos financieros.

Una empresa que haya decidido emitir un valor para captar recursos del mercado buscará venderlos a los inversionistas interesados. Sin embargo, el valor aún no estaría listo para la venta porque el inversionista deseará evaluar la confiabilidad del emisor y de la emisión que éste ofrece. La calificación de riesgo emerge, especialmente en los mercados actuales, como un elemento de información que facilita el "diálogo" entre emisor e inversionista y ayuda a que el precio que se pague por el valor sea el correcto; al quedar en mejor evidencia cualquier potencial riesgo sobre recuperación de la inversión en que se incurre al comprar el valor.

De manera amplia podemos definir que se entiende por calificación de riesgo a la opinión independiente, objetiva, y técnicamente fundamentada, acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero emitido por alguna institución. Esta opinión es emitida por entidades especializadas denominadas Empresas Calificadoras de Riesgo (ECR). Al tratarse de opiniones guardan un carácter subjetivo; pero que en todo caso se respalda en un análisis profesional de la información sobre el emisor y la emisión. Estas opiniones sugieren un ordenamiento relativo de los riesgos de los distintos valores emitidos.

En el caso más común, que es el de los instrumentos representativos de deuda, la calificación de riesgo está referida a la probabilidad e intención de una empresa emisora para 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. Existe además, aunque con un menor uso relativo, calificaciones de riesgo para instrumentos representativos de participación como son las acciones y las cuotas de los Fondos de inversión; en cuyo caso se tiende a medir más bien la solvencia y la capacidad de generar rendimientos.

Las calificadoras de riesgo son empresas independientes que se dedican a analizar la calidad crediticia de los diferentes emisores, mediante una nota denominada Issuer Default Rating (IDR). Esta nota o calificación está basada en un profundo análisis desde lo más general (entorno macroeconómico y sectorial) a lo más particular (estados financieros, estructura de ingresos y gastos, management, etc.), calificándolos en diferentes tramos según la Agencia.

Entre las agencias de mayor prestigio internacional podemos mencionar a Moody's, Standard & Poor's y Fitch IBCA, las tres suelen emplear nomenclatura similar pero con ciertas peculiaridades como veremos en el siguiente cuadro.

Los dos grandes grupos generalmente aceptados son "Investment grade" y "especulativo", según su alta o baja solvencia, con subdivisiones por matizaciones más concretas.

Categoría	Moody's	S&P	Fitch/IBCA	Definición
<i>Investment Grade</i>	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada, con riesgos en el medio y L/P
<i>Especulativo</i>	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	C	D	D	Quiebra o suspensión de pagos (default)

Dentro de cada apartado o categoría, las agencias lo subdividen en tres niveles con matizaciones más particulares, añadiendo un número del 1 al 3, por lo que nos podemos encontrar con AA1, AA2 y AA3 o A1, A2 y A3, describiendo con mayor riqueza la calificación crediticia.

Los rating con letra C, corresponden a los conocidos "bonos basura" (junk bonds) o como actualmente se les quiere llamar para evitar descripciones despectivas por "bonos de alta rentabilidad" (high yields), en definitiva emisores con cierto "problemas" de financiación.

Un crédito o emisor, tiene una trayectoria dinámica en el tiempo, en función de su evolución y acontecimientos podrá mejorar o empeorar, sufriendo un ascenso (up-grade) o descenso (down-grade) en el rating. Normalmente las agencia antes de variar la calificación, anuncian que dicho emisor está en revisión (watching list) con una perspectiva positiva o por el contrario negativa.

Cualquier variación de rating conlleva un aumento o reducción de la prima de riesgo o diferencial (spread) demandado por los inversores para ese crédito. Para hacernos una idea muy general, ya que cada caso tiene sus particularidades, pasar de AAA a AA's puede tener un aumento en rentabilidad (pick-up) de 10-25 puntos básicos (0.10%-0.20%) y de AAA a A's entre 25-50bp.

Si tenemos un bono que va a ser rebajado de rating, sabemos que tendremos cotizaciones más bajas del precio en nuestro bono.

Cada vez es más frecuente que un emisor antes de lanzar una emisión tenga ya rating, o incluso califique una emisión en particular, puesto que nos podremos encontrar con casos en que el rating de la emisión sea superior o inferior a la del emisor. Por ejemplo, en los bonos hipotecarios cuya garantía es superior a la del emisor, ya que llevan como garantía adicional la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad, veremos rating superiores al del propio emisor.

Por el contrario, una emisión de bonos subordinados o acciones preferentes, tendrán rating inferior debido a que el bonista se encuentra en un rango inferior (concepto jurídico de prelación: orden de prioridad en la liquidación de las deudas en caso de disolución de la sociedad) en el concurso de acreedores y el cupón a recibir está en función de la obtención de beneficios o la aprobación del dividendo en el consejo de administración.

La importancia de los rating es sumamente crucial, puesto que los inversores institucionales definen en su política de inversiones el tipo de riesgo que están dispuestos a asumir, segmentando su política crediticia en base al rating.

De alguna manera podríamos decir que la actividad de trading en crédito, buscando emisores que van a evolucionar favorablemente y vendiendo aquello que ya han cumplido los pronósticos (sobrevendidos-sobrecomprados), es muy parecida al análisis fundamental en acciones, aunque con ciertas lecturas

específicas del mercado de bonos, puesto que lo que puede ser bueno para el accionista no siempre es bueno para el obligacionista.

Por ejemplo, la fusión Repsol-YPF se descontó favorablemente por el mercado de renta variable, sin embargo los diferenciales o prima de riesgo en bonos aumentaron ya que la fusión era con una empresa argentina inmersa en un país considerado "emergente", rebajando su calificación de AA2 tres escalones a A2.

Una clasificación Issuer Default Rating (IDR) representa una evaluación de la vulnerabilidad relativa de un emisor para no cumplir con sus obligaciones financieras. Estas clasificaciones debieran ser comparables entre las distintas industrias y países. Los emisores pueden recibir IDRs de Corto y Largo Plazo. Ambos tipos de IDRs están relacionados entre sí dado que se basan en las características crediticias fundamentales de un emisor. Las clasificaciones de emisiones de deuda (generalmente clasificaciones de deuda preferente no garantizada) también incluyen información con respecto a la prioridad de pagos y el posible nivel de recupero en caso de producirse un incumplimiento.

La clasificación de un instrumento de deuda en particular puede estar por encima, debajo o ser igual a la IDR, dependiendo de la prioridad de pago que tenga el instrumento, las garantías involucradas y otros aspectos de la estructura de capital.

Para determinar el IDR las calificadoras de riesgo utilizan un análisis Top-down, es decir de arriba hacia abajo. La metodología básica comienza evaluando el país o los países dónde la empresa objetivo opera. Luego se analiza el perfil de la industria y el entorno operacional. El perfil de la industria no ayuda a determinar si la industria en que se encuentra la empresa está en declive, son altamente competitivas, hacen uso intensivo de capital o se consideran cíclicas/volátiles, posee muchos o pocos competidores, altas barreras de entrada, etc. También se analiza la evolución de la industria y su posible efecto sobre el desempeño futuro del emisor. El análisis del entorno operacional explora los posibles riesgos y oportunidades a los que está expuesto el emisor frente a cambios sociales, demográficos, regulatorios y tecnológicos.

Respecto a la información interna de las empresas, las calificadoras realizan, por un lado, un pormenorizado análisis del perfil de la empresa: la estrategia de administración y gobierno, la estructura del grupo empresarial y de la trayectoria que la misma tiene en cuanto a honrar sus compromisos crediticios se refiere. Por el otro, se concentran en analizar el perfil financiero: flujo de caja y utilidades, estructura de capital y flexibilidad financiera.

Las opiniones de las calificaciones no deben interpretarse como una recomendación para adquirir o enajenar un determinado valor; porque como se ha expresado sólo está reflejando cierto tipo de información respecto a la emisión. De igual manera el calificador no es tampoco un auditor, en el sentido que normalmente toma la información que le brinda el emisor sin necesidad de cuestionar su validez.

Un elemento constante en el análisis de los mercados financieros es el riesgo. En realidad de eso se trata la actividad en dichos mercados, puesto que lo que se negocia son transferencias de riesgo entre los participantes; de esta forma el que transfiere el riesgo (ej: el emisor) debe pagarle o recompensar al que lo acepta (ej: el inversionista). Así pues, por un lado hemos visto que la variabilidad de precios de los instrumentos genera un riesgo de mercado, el cual enfrentamos por medio de la diversificación. De otro lado el riesgo de incumplimiento de una emisión lo administramos conociendo la opinión de las calificadoras de riesgo. Es por tanto importante identificar los distintos tipos de riesgo que enfrenta un inversionista, para establecer las herramientas que disponemos para enfrentarlos. En cualquier caso consideremos que sólo podemos aspirar a reducir el riesgo más no eliminarlo.

Categoría calificación S&P

'AAA' Capacidad extremadamente fuerte de cumplir compromisos financieros. Calificación + alta.

'AA' Capacidad muy fuerte de cumplir con compromisos financieros.

'A' Capacidad fuerte de cumplir con compromisos financieros, pero algo susceptible a condiciones económicas adversas y cambios en las circunstancias.

'BBB' Capacidad adecuada de cumplir compromisos financieros, pero más susceptible a condiciones económicas adversas.

'BBB-' Considerado el nivel más bajo dentro de la categoría de grado de inversión por los participantes en los mercados.

'BB+' Considerada la calificación más alta dentro de la categoría de grado especulativo por los participantes en los mercados.

'BB' Menos vulnerable en el corto plazo pero enfrenta importantes incertidumbres respecto a adversas condiciones para el negocio, financieras y económicas.

'B' Más vulnerable a adversas condiciones del negocio, financieras y económicas pero actualmente tiene la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.

'CCC' Actualmente vulnerable y dependiente de condiciones favorables para el negocio, financieras y económicas para cumplir con sus compromisos financieros.

'CC' Actualmente sumamente vulnerable.

'C' Actualmente sus obligaciones y otras circunstancias definidas son sumamente vulnerables.

'D' Incumplimiento de pagos sobre sus compromisos financieros.

¿Qué otros tipos de riesgo enfrenta el inversionista?

Entre los más importantes, y a manera de ejemplo, podemos identificar los siguientes:

- Riesgo económico: ocurre cuando las condiciones económicas prevalecientes difieren marcadamente de los supuestos usados antes de la emisión. Se incluye en este concepto el riesgo de factores políticos.
- Riesgo de liquidez: cuando los valores no son fáciles de transar por carecer de una demanda continua. En una de sus formas se manifiesta a través de inexistencia de cotizaciones de un valor.
- Riesgo de crédito o de contraparte: cuando una entidad se constituye en la otra parte de un negocio con valores, y se compromete individualmente a cumplir determinadas obligaciones financieras. El riesgo de la operación no es otro que el riesgo de que esa contraparte incumpla.
- Riesgo legal y regulatorio: las indefiniciones legales imponen una suerte de impuesto al sistema financiero, lo que se refleja en márgenes comerciales más amplios de lo necesario (spreads), o en la negativa de negociar algunos instrumentos.
- Riesgo contable: similar a lo anterior, las normas contables mal definidas crean incertidumbre.

Consideraciones para medir el riesgo soberano

Riesgo Político.

- * Forma de Gobierno y adaptabilidad de las instituciones políticas.
- * Grado de Participación popular.
- * Método de sucesión del mando.
- * Grado de consenso sobre objetivos de la política económica.
- * Integración al comercio global y al sistema financiero.
- * Riesgos de seguridad interna y externa.

Ingresos y Estructura Económica.

- * Estándares de Vida, Ingresos y distribución de la riqueza.
- * Economía de Mercado.
- * Dotaciones de Recursos, grado de diversificación.

Perspectivas del Crecimiento Económico.

- * Tamaños y composición de los ahorros y la inversión.
- * Tasa de crecimiento o modelo de crecimiento económico.

Flexibilidad Fiscal.

- * Balances presupuestarios operativos y totales del gobierno.
- * Competitividad y Flexibilidad impositiva.
- * Presiones del gasto.

Carga de la Deuda Pública.

- * Activos financieros generales del gobierno.
- * Deuda Pública y carga de Intereses.
- * Composición por monedas y estructura de la deuda pública.

Estabilidad de Precios.

- * Tendencia de la inflación.
- * Tasa de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.
- * Política cambiaria.
- * Grado de Autonomía del Banco Central.

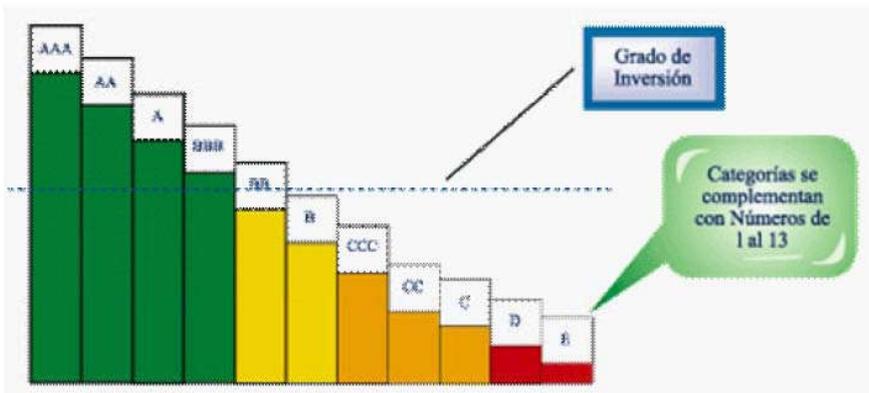
Flexibilidad de la Balanza de Pagos.

- * Impacto de las políticas fiscales y monetarias sobre las cuentas externas.
- * Estructura de la cuenta corriente.
- * Composición de los flujos de capital.

Deuda Externa y Liquidez.

- * Tamaño y Composición de la deuda externa pública.
- * La importancia de los bancos y otras entidades públicas y privadas, así como la posible existencia de pasivos contingentes por parte del gobierno.
- * El perfil de la deuda.
- * El historial del servicio de la deuda.
- * El nivel, la composición de las reservas y otros activos públicos internacionales.

Como se ha mencionado aún cuando distintos calificadores mantienen diferentes simbologías, es una característica común a todas ellas el expresar sus opiniones mediante un sistema de notación sintética, estructurado sobre la base de letras y un conjunto de símbolos. Las nomenclaturas jerarquizan los riesgos de menor a mayor. Así el esquema de notación de uso más común (para deuda de largo plazo) comienza asignando una calificación AAA a los títulos de menor riesgo, hasta llegar a D, que corresponde a los valores con mayor probabilidad de incumplimiento de los pagos en las condiciones pactadas.



Categorías de calificación

Las emisiones clasificadas en las más altas categorías como son AAA, AA, A, BBB, son reconocidas como "grado de inversión"; es decir, aquellas supuestamente elegibles para un inversionista cauto por ser las de menor riesgo.

Es importante anotar que las categorías de riesgo se diferencian también según el destino de las emisiones, así tenemos que las emisiones para el mercado local utilizan categorías que sólo son de alcance local; en tanto que las emisiones internacionales emplean las categorías de alcance internacional que incluyen lo que se denomina el "riesgo soberano".

Tanto el emisor como el inversionista encuentran utilidad a las calificaciones de riesgo en sus procesos de decisión. En el caso del inversionista, brinda un indicador simple y objetivo de evaluación del riesgo crediticio, que complementa a menor costo el propio análisis, y permite determinar el premio por riesgo; esto es el retorno adicional que se le exigirá al emisor por representar un mayor riesgo. De otro lado el emisor se

beneficia con la posibilidad de una estructura financiera más flexible, al tener acceso a mayores fuentes de recursos al estar diseminadas las opiniones de riesgo sobre sus emisiones. También se beneficia el emisor con la determinación de un precio justo sobre sus emisiones en función del riesgo; precio que muchas veces puede significar un menor costo en relación a las fuentes tradicionales de financiamiento que disponía.

En resumen, la calificación promueve la eficiencia del mercado de capitales al contribuir a un cuerpo común de información analítica.

Esta transparencia reduce la incertidumbre e induce un mayor flujo de recursos hacia los segmentos de oferta pública de valores que utilizan la calificación de riesgo. Con ello los mercados se alinean o comunican mejor reduciéndose los costos de financiamiento.

En la actualidad, la calificación de riesgo adquiere una mayor significación, en razón de que la complejidad de los instrumentos financieros ha venido creciendo, como es el caso de derivados, instrumentos de titularización, valores estructurados, etc., todo lo cual le otorga un ingrediente de mayor necesidad a la disposición de una opinión de riesgo.

Las calificaciones son esencialmente predicciones del futuro. Por tanto su precisión sólo puede ser conocida luego que el instrumento evaluado ha cumplido o incumplido. En este contexto la credibilidad de la calificadora juega un papel central. De esta forma, los siguientes principios básicos deben respetarse para el éxito de una calificadora:

- * La calificadora debe ser independiente. En particular debe evitarse conflictos de interés con los emisores, los inversionistas, los intermediarios, o incluso el gobierno.

- * La calificadora debe ser financieramente viable. Este elemento es crítico para mantener un staff competente de técnicos. La viabilidad a su vez, es función del tamaño del mercado donde se desenvuelve.

- * La calificadora debe tener el derecho, y a veces la obligación, de mantener confidencialidad sobre la información a la que tiene acceso. Las reglas de transparencia se aplican sobre el emisor.

- * La calificadora debe guardar total transparencia sobre sus metodologías, criterios y racionalidad de sus calificaciones.

- * Las calificadoras deben mantener un buen grado de coordinación con el ente supervisor, al tratarse de una actividad de maduración gradual.

Proceso de calificación

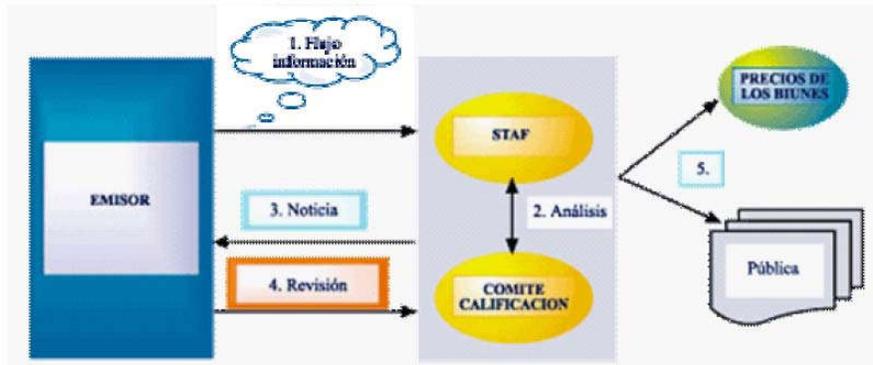
La calificación de riesgo de un instrumento implica todo un proceso en el cual se evalúan distintos aspectos, tanto del instrumento como del emisor; y donde además se administra una gran masa de información de carácter cuantitativo (histórico y proyectado) así como cualitativo. Sí bien la evaluación es cualitativa en naturaleza, el rol del análisis cuantitativo es el de ayudar a efectuar la mejor evaluación posible, porque finalmente la calificación es sólo una opinión.

El emisor que se somete al proceso de calificación de riesgo debe estar consciente de que será menester develar completamente toda la información necesaria al calificador; la misma que, más allá de la información histórica y de proyecciones numéricas realizadas, puede incluir en ciertos casos hasta la revelación de planes o estrategias futuras. El ocultamiento de información impedirá que el calificador emita una opinión correcta, lo que a su vez perjudicará al emisor porque no obtendría el mejor precio para su emisión, e incluso perdería credibilidad con los inversionistas, dificultando cualquier emisión futura.

Es importante enfatizar que la calificación de riesgo es un proceso continuo, y por lo tanto luego de la primera evaluación la calificadora seguirá opinando sobre el nivel de riesgo de una determinada emisión, de acuerdo a los nuevos flujos de información. En algunos mercados esta renovación o modificación de opiniones se realiza de manera general cada cierto lapso de tiempo (VG. tres meses); aunque eso no debe excluir la posibilidad de variar la categoría otorgada en cualquier momento si los hechos así lo justifican.

El proceso de calificación involucra el acopio de información cuantitativa por el calificador, tanto de naturaleza pública, como aquella adicional que le brinde el emisor. Asimismo implica reuniones permanentes con la gerencia de la empresa para ponderar mejor aspectos de orden cualitativo. Podemos ilustrar un esquema característico de las etapas del proceso de calificación:

- * El emisor provee la información necesaria.
- * El staff de la ECR realiza el análisis, y somete los informes a consideración de su comité de calificación, el cual determina la calificación a otorgar.
- * Se notifica al emisor la calificación.
- * Usualmente es posible que el emisor pida una revisión, si no está conforme.
- * La calificación definitiva se hace pública y se comunica al regulador.



Proceso de calificación

En particular sobre la emisión habrá que conocer fehacientemente sobre la liquidez: definida como la posibilidad de realización inmediata del instrumento minimizando pérdidas por bajos precios; los resguardos: es decir cláusulas del contrato de emisión de un instrumento, en las que el emisor se compromete a mantener algunos indicadores financieros dentro de ciertos márgenes. Su incumplimiento genera la exigibilidad inmediata del pago de la deuda y las garantías que son cauciones reales o personales (fianzas, hipotecas, etc.), que buscan proteger al inversionista en caso de incumplimiento del emisor.

Fuentes bibliográficas

- * Akerlof, G. (1970): "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 488-500.
- * Ezzamel M (1998) Discussion of International Diversification and Firm Value. Journal of Business, Finance & Accounting 25(9-10): 1284-1285.
- * Grimpe G (2006) Technology Transfers in Firm Acquisitions: The Role of Research and Development. Centre for European Economic Research (ZEW).
- * Tapia Gustavo, Ariganello Claudio, Valuación de bonos. ENT 2001 Buenos Aires.