

## RISK FINANCIAL MANAGEMENT INDUSTRY: HOW DOES IT?

*Entendiendo la industria del riesgo financiero, la importancia y el rol que desempeñan en el nuevo panorama de las economías emergentes.*

*Orlando Torres Campos*

*Universidad Autónoma de Centroamérica/ Escuela de Negocios Universidad Tecnológica del Perú.*

[otorcam@gmail.com](mailto:otorcam@gmail.com)

***“El advenimiento de señales de recuperación económica de las principales potencias mundiales denota, al parecer, que la crisis financiera mundial está comenzando a ceder, y este hecho trae una implicancia de un nuevo panorama financiero mundial, donde las economías emergentes como la peruana, la panameña entre otras encontrarán oportunidades importantes de surgir fuertemente en los mercados financieros .***

***Ante este panorama la importancia de los mercados financieros en los países emergentes será vital , y en ello la industria del riesgo financiero, las clasificadoras y el creciente rol que desempeñarán jugará un papel importante a fin que el mercado resuelva los problemas de asimetría de información sin intervención del Estado.***

***Dentro de este esquema son los inversionistas usuarios de las clasificaciones los que regulan a través de sus comportamientos a los emisores y clasificadoras.”***

El incremento del número de emisores<sup>1</sup> y de la variedad de instrumentos emitidos, así como la mayor interacción entre mercados financieros, ha **hecho** más difícil evaluar las alternativas de inversión. Por esta razón en el curso de una transacción, los inversionistas consultan una serie de proveedores de información.

- *Para Kuhner (1998) las clasificadoras de riesgo son el clásico ejemplo de este tipo de agente, en tanto el bien que proveen es una evaluación*

---

1 En los países emergentes a partir del 2005 el incremento de emisores de títulos en renta fija y renta variables ha crecido en más del 200%. Sólo en el caso peruano el incremento ha sido espectacular a partir del 2005.

de la probabilidad de incumplimiento<sup>2</sup>, expresando su opinión en categorías estandarizadas.

- *Para Kerwer (2001<sup>3</sup>), esta estandarización en la evaluación del riesgo crediticio es la que ha llevado a los reguladores a utilizar las clasificaciones dentro de sus marcos legales.*

Para que las clasificadoras puedan cumplir con esta función de proveedores de información, deben cumplirse ciertas condiciones:

- a) La independencia de criterios, es decir, no deben existir conflictos de intereses con emisores, inversionistas, intermediarios financieros o gobierno o cualquier tipo de interferencia con su objetividad;<sup>4</sup>*
- b) El derecho de mantener la confidencialidad de la información que reciben, siendo el emisor el obligado a revelarla al mercado cuando corresponda;*
- c) La solvencia económica que le permita contratar buenos analistas, contar con los recursos necesarios para desarrollar su actividad y rechazar cualquier presión del emisor ante la amenaza de resolución del contrato o suspensión de pagos ;y*
- d) La difusión permanente de su actividad.*

De las cuatro variables antes mencionadas, la independencia es la espina dorsal del sistema, en tanto le permite lograr la credibilidad de inversionistas, emisores y mercado en general.

***“Por esta razón, no es razonable pensar en un sistema de clasificación donde el gobierno o cualquier otro agente limiten o interfieran el trabajo de las clasificadoras<sup>5</sup>. “***

Por ejemplo, el mercado no apreciará una asociación de clasificadoras o dudará de su independencia si éstas forman parte de organizaciones de emisores o inversionistas.

- Sobre la intervención del estado, O'Neill (1991) opina que su intromisión en los procesos de clasificación (estableciendo metodologías, procedimientos de evaluación, simbologías, categorías mínimas de inversión) afecta seriamente la credibilidad en el sistema. Sin embargo reconoce que las clasificadoras pueden cooperar con el estado en la medida en que pueden explicarles sus criterios y metodologías<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Las clasificadoras de riesgo utilizan determinados índices alfa-numéricos con los que indican la bondad de la emisión, por ejemplo se utiliza la terminación AAA como la máxima clasificación de riesgo.

<sup>3</sup> Kuhner y Kerwer se les puede considerar como los precursores de la industria del riesgo financiero.

<sup>4</sup> En algunos países es penado los conflictos de intereses, que dieran lugar a una calificación sesgada. Así mismo estas disposiciones alcanzan a las empresas auditoras.

<sup>5</sup> Este es uno de los principios más desarrollados en los principales países con mercados de capitales extremadamente efectivos y desarrollados.

<sup>6</sup> Es importante hacer notar que las clasificadoras de riesgo han contribuido en varios países a delinear políticas de estado altamente eficientes, basándose en sus modelos estocásticos.

Otra variable importante al hablar de independencia es la estructura de propiedad. De acuerdo con Cantor y Packer (1995), la estructura de propiedad de las clasificadoras norteamericanas no presenta serios conflictos de interés, puesto que son independientes o propiedad de empresas no financieras.

Estos autores consideran que la política regulatoria del gobierno ha evitado la aparición de conflictos de interés.

- *Respecto del derecho de mantener la confidencialidad de la información que reciben, se debe indicar que por carácter de la misma la ausencia de discreción y confidencialidad supondría el rechazo y reticencia de los emisores a proporcionar toda la información necesaria para efectuar un análisis adecuado<sup>7</sup>.*
- *Respecto de la solvencia económica cabe indicar que por la prestación de sus servicios, las clasificadoras reciben una retribución, la misma que puede ser pagada por los inversionistas mediante suscripciones o por los emisores. En opinión de algunos autores, esta última fuente de ingresos puede inducir a las clasificadoras a asignar altas calificaciones para satisfacer a sus “empleadores” y no perder así los contratos. Otros autores consideran que dado que el principal activo de las clasificadoras es su reputación, éstas no sacrificarán su prestigio por la mera obtención de ganancias de corto plazo<sup>8</sup>.*
- *Respecto de la difusión, sólo cuando la actividad de las clasificadoras es ampliamente conocida, sus usuarios pueden evaluar su desempeño y determinar cual es la más confiable<sup>9</sup>. Esta apertura permite que los inversionistas puedan efectuar un seguimiento de las clasificaciones, comparar los ratings emitidos por las distintas empresas y determinar la capacidad de una clasificadora para anticiparse a los incumplimientos. Es este seguimiento el que hace posible la detección de cualquier desviación sistemática de una clasificadora.*

Hirai y Tomita (1996) opinan que la calidad de los ratings depende no sólo de su exactitud, sino también del éxito de las clasificadoras en explicar sus metodologías y conclusiones. Para estos autores, la posibilidad de comunicarse con los analistas

---

<sup>7</sup> Esto tiene una lógica de consecuencia pues un emisor parte de la premisa que su emisión tendrá éxito en el mercado lo cual indirectamente conlleva un incremento del valor de la empresa, pero cuando esa emisión fracasa hay un efecto directo sobre el valor de la empresa.

<sup>8</sup> Generalmente hoy en día las clasificadoras de riesgo sólo admiten pagos en efectivo sobre sus servicios, y en muchos casos el monto de dicho pago es un porcentaje sobre el volumen de la emisión.

<sup>9</sup> En la actualidad las mejores y más confiables clasificadoras de riesgo son transnacionales y emplean métodos estándares y tecnología financiera altamente especializada, como es el caso de Moody's.

responsables de cada clasificación contribuye a que los participantes de mercado tengan una mejor percepción sobre la calidad de los servicios que prestan<sup>10</sup>.

Sobre los factores críticos para el desarrollo de un sistema de clasificación viable e independiente Moody's<sup>11</sup> considera que estos son:

- a) *Un adecuado nivel de revelación de información y normas contables claras que fomenten la confianza de los agentes y el flujo eficiente de capitales<sup>12</sup>;*
- b) *Un amplio numero de inversionistas y emisores que den liquidez al mercado;*
- c) *La no interferencia con el riesgo de incumplimiento, de manera que las clasificaciones puedan ser evaluadas;*
- d) *Libertad de expresión;*
- e) *Independencia respecto de los demás participantes del mercado.*

Consideramos importante señalar que el sistema de clasificación de riesgo no se ha visto libre de críticas. *Estas han sido particularmente fuertes durante la crisis mexicana y asiática por la ineficacia de las clasificadoras para anticiparlas y dar las señales adecuadas al mercado<sup>13</sup>.* Las fallas en la predicción de estas crisis han sido atribuidas a distintos factores. Algunos han señalado que la renuencia de las clasificadoras para modificar sus ratings se origina en el cobro por sus servicios. Otros, indican que las clasificadoras no redujeron los ratings soberanos de los países involucrados para no precipitar las crisis. Finalmente, se arguye que las clasificadoras no cuentan con el personal apropiado para cumplir con sus funciones ya que no pueden competir con los salarios que ofrecen las instituciones financieras por los analistas más capacitados.

- **La industria de clasificación del riesgo financiero, entendiendo sus orígenes**

El verdadero crecimiento del negocio de clasificación de riesgo de valores se inició en 1909 cuando John Moody calificó los bonos emitidos por las empresas ferroviarias norteamericanas. Al año siguiente, Moody amplió la cobertura de sus clasificaciones a otros sectores (servicios e industrial). Posteriormente, aparecieron Poor's Publishing Company (1916), Standard Statistics Company (1922) y Fitch Publishing Company (1924). En 1941 Standard Statistics y Poor's Publishing Company se fusionaron y formaron Standard e Poor's (S&P).

---

<sup>10</sup> Hirai y Tomita introdujeron un concepto que hasta hoy se mantiene, el cual se basa en la explicación metodológica de un proceso de risk management que al final genera mucho más confianza en los emisores y los inversionistas.

<sup>11</sup> Para mejor información se puede consultar la Web: [www.moody.com](http://www.moody.com)

<sup>12</sup> En este aspecto la implementación de las normas IFSR o NIIF han contribuido a un incremento de la transparencia de la información; y allí Perú es uno de los países abanderados y más avanzados.

<sup>13</sup> La crisis mexicana y la asiática en muchos casos pusieron en tela de juicio los sistemas de clasificación de riesgo, pero de ella la industria misma sacó importantes conclusiones que fueron incorporadas a los nuevos modelos de clasificación de riesgo.

Recién 40 años después se observó el ingreso de una nueva clasificadora en los Estados Unidos. En 1982 Duff & Phelps Credit Rating Co. (Duff) se constituyó como clasificadora de riesgo, aunque realizaba el seguimiento de las empresas de servicios desde 1932.<sup>14</sup>

En 1997 Fitch Investor Service se fusionó con Inter Bank Company Analysis –IBCA Ltd, empresa británica fundada en 1978 y especializada en la clasificación de instituciones financieras. En 2000, Fitch IBCA continuó creciendo a través de la adquisición de otras empresas. En abril de 2000 anunció que la oferta pública de adquisición por las acciones comunes de Duff había concluido exitosamente. En octubre de 2000, Fimalac, empresa matriz de FITCH, acordó la adquisición de Bank Watch, clasificadora de riesgo del grupo Thomson.

Luego de estas fusiones, solo S&P, Moody's y FITCH son reconocidas como Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) en la Securities and Exchange Commission (SEC).<sup>15</sup>

Durante los 80's las clasificadoras ampliaron la gama de servicios que proveían ante el aumento de la complejidad y diversidad de productos financieros. Empezaron a clasificar otros instrumentos de deuda además de los bonos corporativos (bonos municipales, emisiones de titulación de activos, acciones preferentes, programas de notas de mediano plazo, colocaciones privadas, programas de papel comercial y certificados bancarios de depósito). Luego comenzaron a realizar clasificaciones de riesgo soberano, de la solidez financiera de los bancos, de la habilidad o capacidad de las compañías de seguros de hacer frente a sus obligaciones, entre otros. Otros tipos de clasificación que se han hecho comunes en los últimos años, son las de riesgo de contraparte en las emisiones de derivados, la de riesgo de los servidores de hipotecas, la de la volatilidad de los fondos mutuos y la de los títulos hipotecarios titulizados (mortgage-backed Securities). Paralelamente con el crecimiento en el tipo de clasificaciones emitidas, se observó la expansión del sistema de clasificación de riesgo en el mundo. Ante este incremento en la demanda de clasificaciones fuera de los Estados Unidos, las NRSROs se expandieron internacionalmente. En los últimos veinte años, Moody's y S&P han instalado oficinas en las principales ciudades del mundo. En su momento, Duff constituyó joint-ventures en varios países de Latinoamérica. En opinión de Cantor y Packer (1995), este proceso de expansión se debe a la ventaja comparativa con que cuentan las NRSROs en lo que se refiere a la imagen de credibilidad e independencia.

- *Respecto del surgimiento del sistema en los países emergentes, es importante mencionar que ha sido consecuencia de disposiciones legales más que una respuesta natural del mercado ante los problemas de asimetría de información.*

---

<sup>14</sup> Como se puede ver la industria de clasificación de riesgo financiero tiene su génesis en los Estados Unidos de Norteamérica; y es en este país donde la misma se ha desarrollado y perfeccionado en forma extrema.

<sup>15</sup> Mayor información sobre esta organización se puede consultar en [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

- *En Latinoamérica, el primer país en establecerla por mandato legal fue Chile y el segundo, México. Posteriormente se instituyó en Argentina, Perú, Brasil, Colombia, Venezuela, etc.*

En Chile, se introdujo este sistema a mediados de los 80's y se reglamentó estrictamente, llegando a establecerse no sólo la simbología de clasificación, sino también la metodología que las clasificadoras debía seguir en su análisis. Este hecho afectaba el principio de independencia y autonomía de criterios, restándole credibilidad a las clasificaciones otorgadas.<sup>16</sup>

En el caso de México, el concepto de clasificación de riesgo se introdujo en 1989 cuando la comisión nacional bancaria y de valores, dispuso la liberalización de los requisitos que era necesario cumplir en aquella época para registrar deuda pública. A diferencia del caso chileno, en México se respetó la independencia y autonomía de criterios y de la metodología a cambio de que los accionistas y funcionarios no realizarán actividades distintas de la clasificación, tratando de controlar así la existencia de conflictos de intereses<sup>17</sup>.

### ***¿Por qué se da el pago de la clasificación por parte del emisor?; y el rol de la reputación***

Inicialmente los ingresos de las clasificadoras provenían de la venta de sus publicaciones. Sin embargo, al ser las publicaciones fácilmente replicables, no generaban ingresos suficientes para justificar una amplia cobertura.

Según el FMI (1999) y Cantor y Packer (1995), el cobro al emisor se originó en la medida en que la demanda por clasificaciones se incrementó. Esto generó que las empresas solicitaran mayor agilidad en la emisión de ratings. Expresado en otras palabras, es el conflicto generado entre la demanda por una mayor cobertura y los limitados ingresos para hacer frente a los requerimientos del mercado, lo que llevó a las clasificadoras a cobrar a los emisores. Este incremento de sus ingresos les permitió ampliar sus servicios y productos, mejorar su capacidad instalada y competir por contratar mejores analistas. De acuerdo con cifras presentadas por el FMI (1999) y el Boom (1999) más del 90% de los ingresos de las NRSROs proviene de los emisores.

Un antecedente puntual citado como determinante en el inicio del cobro a los emisores es el incumplimiento de la Penn Central Transportation Company (Penn Central) en 1970.

---

<sup>16</sup> *Si bien es cierto que en Chile el principio de la industria de la clasificación de riesgo fue cuestionado, la historia ha dado la razón a lo bien que se hizo la génesis del mismo pues en la actualidad se puede afirmar que el desarrollo de la misma en ese país lleva de lejos al resto de Latinoamérica.*

<sup>17</sup> *Hay que entender que la realidad mexicana se distanciaba mucho del resto de Latinoamérica. México con una influencia muy grande de los Estados Unidos, estaba obligado a desarrollar una industria de clasificación de riesgo similar a su vecino, y además el volumen de la economía mexicana daba lugar a ello.*

Durante los años 60, ante el rápido crecimiento del mercado de papel comercial, los inversionistas asumieron que un buen nombre implicaba bajo riesgo. Sin embargo cuando en 1970 la Penn Central incumplió sus obligaciones, los inversionistas comenzaron a cuestionar las fortalezas financieras de las compañías que había emitido papel comercial y dejaron de renovar sus inversiones o invertir en estos instrumentos. Esto generó una crisis de liquidez en este mercado que llevó a su vez al incumplimiento de más empresas. Cantor y Packer (1995) señalaban que para calmar a los inversionistas, los emisores comenzaron a buscar las clasificaciones de empresas acreditadas, convirtiéndose en una práctica de mercado el que las nuevas emisiones de deuda contaran al menos con una clasificación<sup>18</sup>. En este contexto, fue posible para las clasificadoras cobrarles a los emisores.

- *Moody's opina que la razón para el cobro al emisor responde a la necesidad de que este pague por los beneficios que le genera una clasificación en términos de acceso al mercado. Consistente con este enfoque Redondo (1992) agrega que para los emisores, el pago de la tarifa es un gasto de inversión ya que una buena calificación les permite reducir sus costos financieros.*
- Fitch y Moody's iniciaron el cobro a los emisores en 1970 y S&P los siguió años después. En todos estos casos los costos de clasificación varían con el tamaño y tipo de los emisores. Existen críticas respecto de este esquema de cobro, arguyendo que puede inducir a las clasificadoras a asignar altas calificaciones para satisfacer a los emisores y no perder así los contratos. Sin embargo la necesidad de las clasificadoras de mantener su reputación y credibilidad y por ende, la confianza de emisores e inversionistas, se contraponen a este incentivo<sup>19</sup>.

Debemos considerar que cada vez que una clasificadora asigna un rating, su nombre, prestigio, integridad y credibilidad son expuestas al mercado, en tanto tiene efectos en el costo financiero<sup>20</sup>. En el largo plazo en la medida en que los inversionistas pueden comparar los ratings y la correspondencia entre clasificaciones e incumplimientos, descubrirán una desviación sistemática de una clasificadora. Si los inversionistas pierden la confianza en una clasificadora exigirán una retribución por su dinero, con lo cual los emisores no tendrán incentivo para contratar sus servicios, en tanto su objetivo al hacerlo es reducir el costo financiero al momento de

---

<sup>18</sup> *Aquí también entra en acción la aparición de una disciplina que con el tiempo se le llamo Ingeniería Financiera, que emplea métodos y modelos matemáticos complejos para el análisis, sensibilidad y determinación de los escenarios de riesgo.*

<sup>19</sup> *El cobro sobre el volumen de la operación tiene una lógica, pues cuando la operación es más grande conlleva mayores riesgos, y mayor complejidad de la misma, lo cual induce a un mayor trabajo y a ser mucho más meticuloso en los análisis respectivos.*

<sup>20</sup> *Esto es de suma importancia en el mundo de las inversiones, un caso de hacer notar es Perú cuando obtuvo el grado de inversión, muchos proyectos e inversiones se facilitaron y se allanó el camino para otras más.*

colocar sus valores<sup>21</sup>. Para la clasificadora, esta pérdida de confianza se traduce en una disminución de sus ingresos.

Por estas razones ,muchos autores consideran improbable que una clasificadora “**consciente**” arriesgue su credibilidad en el mercado a cambio de ganancias de corto plazo originadas por mantener satisfechos a sus contratantes, no se debe olvidar que los principales activos de una clasificadora son: **reputación y credibilidad**, si los pierde, el mercado se encargará de “eliminarla”.

Adicionalmente si una clasificadora emite clasificaciones inexactas, además de poner en riesgo su reputación, podría enfrentar problemas legales. Por ejemplo, Moody's (1998) indica que una de sus principales directrices es no publicar nunca una clasificación que considere inexacta o mantener una clasificación, si a la luz de nueva información consideran que la clasificación ya no es sostenible.

### **Definición de clasificación y simbologías**

“Una clasificación de riesgo crediticio es una opinión respecto de la probabilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de una empresa, de efectuar el pago de su emisión, en las condiciones y plazos convenidos<sup>22</sup>”.

- *Debe tenerse en cuenta que una clasificación es una proyección a futuro sobre el riesgo relativo de que un emisor pueda cumplir íntegra y oportunamente con sus obligaciones, no es una predicción exacta del momento en que ocurrirá un incumplimiento o una indicación del nivel absoluto de riesgo asociado con una obligación financiera específica.*
- *Una clasificación no es una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, en tanto se produce sin tomar en consideración los objetivos de inversión de cada agente, el precio de los valores o la correlación del valor con el resto de la cartera<sup>23</sup>.*
- *Tampoco puede considerarse como una valorización de la empresa emisora, una garantía del valor o una auditoría al emisor, ya que la clasificadora en su proceso de clasificación se vale de la información proporcionada por el emisor, que ya fue revisada por los profesionales que dedican a esa actividad.<sup>24</sup>*

---

<sup>21</sup> Aquí hay que hacer notar que se emplea un principio básico del costo del dinero, el cual es asociado directamente con el riesgo. A mayor riesgo mayor rentabilidad y a menor riesgo menor rentabilidad.

<sup>22</sup> Cuando se habla de probabilidad, ésta se calcula en diversos escenarios económicos-financieros, pero aún con los modelos más avanzados de cálculo hay sucesos no predecibles que dependen mucho de dos factores: la naturaleza y la psicología de las personas.

<sup>23</sup> Siempre hay que entender que el riesgo de la inversión la toma el inversionista, por lo cual la clasificación de riesgo sólo es un parámetro de la operación financiera como tal.

<sup>24</sup> Aquí hay que hacer notar que la clasificación de riesgo se hace sobre información auditada previamente, por lo cual las empresas auditoras asumen responsabilidad civil y penal sobre sus servicios.

Esta opinión se expresa a través de una escala de clasificación, de manera que los participantes en el mercado puedan fácilmente interpretar y comparar las múltiples alternativas a su alcance sobre una misma base, con consistencia e independientemente de la actividad económica que desarrolle el emisor.<sup>25</sup>

- *En este orden de ideas, Redondo (1992) señala que una característica del sistema de clasificación es la de intentar hacer comparables entre sí los diferentes mercados e instrumentos de crédito, de manera que, si dos emisiones ostentan la misma calificación, soportan el mismo grado de riesgo crediticio, independientemente de la actividad o de la condición de residente o no residente del prestamista.*<sup>26</sup>

Debe tenerse claro que altas clasificaciones no implican imposibilidad de incumplimiento, simplemente indican que la probabilidad de que ocurra es mucho más baja que en el caso de las clasificaciones de grado especulativo.

*Es importante mencionar que el concepto de incumplimiento de las clasificadoras no está basado en una definición legal.*

Un incumplimiento se produce ya sea cuando se deja de pagar el principal o los intereses y la fecha pactada o cuando la situación financiera de la empresa implica una reestructuración del cronograma de pagos en términos menos favorables que los originalmente pactados.

Cabe señalar que las clasificaciones son algo dinámico, pueden variar dependiendo de los cambios que experimenten tanto el emisor como el entorno socio-económico en que este se desempeña. Para Redondo (1992) un acontecimiento que afecte adversamente a la situación económico-financiera del emisor, o de las instituciones que respaldan sus emisiones, podría hacer caer drásticamente el rating<sup>27</sup>.

Sin embargo, respecto de la durabilidad, Hirai y Tomita (1996) señalan que si bien es cierto que las clasificaciones se ven influenciadas por factores cíclicos, los analistas de las clasificadoras deberían ser capaces de adoptar una visión de largo plazo que los incluya. Para estos autores, los cambios serán menos frecuentes a mayor poder de predicción de los analistas.

A pesar de las apariencias, las clasificaciones otorgadas no están estandarizadas, es decir, las opiniones de dos clasificadoras no tienen porque ser iguales o tener el mismo significado.

---

<sup>25</sup> Las clasificaciones más comunes van desde -C hasta AAA+, considerándose a partir de BB- como grado de inversión, y como lógica consecuencia AAA+ como la máxima clasificación de no incumplimiento.

<sup>26</sup> En los mercados modernos extremadamente globalizados, se ha hecho una necesidad este punto; pues ahora que las inversiones cruzan fronteras y no se limitan a países, la comparación de riesgo financiero se ha hecho universal y global.

<sup>27</sup> Actualmente este rating de riesgo se alimenta mucho del indicador riesgo país, y así mismo de otros indicadores como clima de negocios, corrupción, inflación etc.

Principalmente, porque cada clasificadora cuenta con sus propias metodologías y simbologías, a pesar de que a lo largo del tiempo el mercado mismo ha establecido una correspondencia entre las categorías de riesgo asignadas por las clasificadoras más importantes.

Esta correspondencia no puede ser establecida por los reguladores porque, como se mencionó anteriormente, la “calidad” de los ratings es evaluada continuamente por los inversionistas y son ellos los que establecen los premios o castigos en el rendimiento exigido a cada emisor.

La existencia de diferencias entre las clasificaciones para una misma emisión o emisor no es mala por sí, al ser una clasificación una proyección sobre el futuro está sujeta a la subjetividad de los analistas de cada clasificadora, pudiendo explicarse la discrepancia por la aplicación de puntos de vista distintos<sup>28</sup>.

Es cierto que los inversionistas pueden confundirse si las opiniones difieren significativamente, sin embargo, Hirai y Tomita (1996) consideran que serán ellos quienes resolverán este conflicto, en la medida en que requieran mayor información a las clasificadoras respecto a la manera como determinaron el rating otorgado.

Estas diferencias en el significado de las clasificaciones hacen imprescindible que inversionistas y reguladores conozcan las simbologías de cada clasificadora, en tanto la variación en los significados puede tener serias implicancias.

Finalmente debe indicarse que la probabilidad de incumplimiento asociada con una clasificación puede variar en el tiempo. El FMI (1999) pone como ejemplo lo sucedido durante la gran depresión. En ese momento, aún las empresas con altas clasificaciones estaban sujetas a una mayor probabilidad de incumplimiento que en circunstancias normales.

### ***Análisis del proceso de clasificación***

Cada clasificadora cuenta con su propio proceso de clasificación, aunque pueden identificarse ciertos patrones generales. Las clasificadoras coinciden en señalar que no utilizan ningún modelo matemático o estadístico para asignar sus ratings. Justifican este proceder en el hecho de que los juicios sobre la calidad crediticia en el largo plazo involucra un análisis cuantitativo y cualitativo que incluyen factores únicos y propios de cada sector industrial, emisor y país, por lo que cualquier intento de reducir por el proceso de clasificación a una fórmula matemática solo induciría graves errores<sup>29</sup>. Es decir, que además de análisis y el procesamiento de datos relativos a la performance económico-financiera del emisor, se toman en cuenta la

---

<sup>28</sup> Este punto ha sido corregido en mucho por la implementación de las normas IFRS o NIFF, las cuales establecen criterios especiales para la medición de indicadores horizontales y verticales.

<sup>29</sup> Los modelos matemáticos se usan para evaluar la sensibilidad de las emisiones y el comportamiento de las mismas frente a diversos escenarios, pero sólo sirven como marco especializado y complementario no como marco absoluto.

situación del sector al que pertenece la empresa, sus proyecciones, su política de ventas, la idoneidad de su plana gerencial, entre otros.

Está demás decir que todas las NRSROs señalan que cuentan con el personal idóneo para realizar sus análisis. Indican que en promedio, los analistas responsables de cada proceso de clasificación tienen entre 10 y 12 años de experiencia en evolución de riesgo crediticio y los analistas junior aproximadamente 3 años, además de contar, en muchos casos, con una maestría.

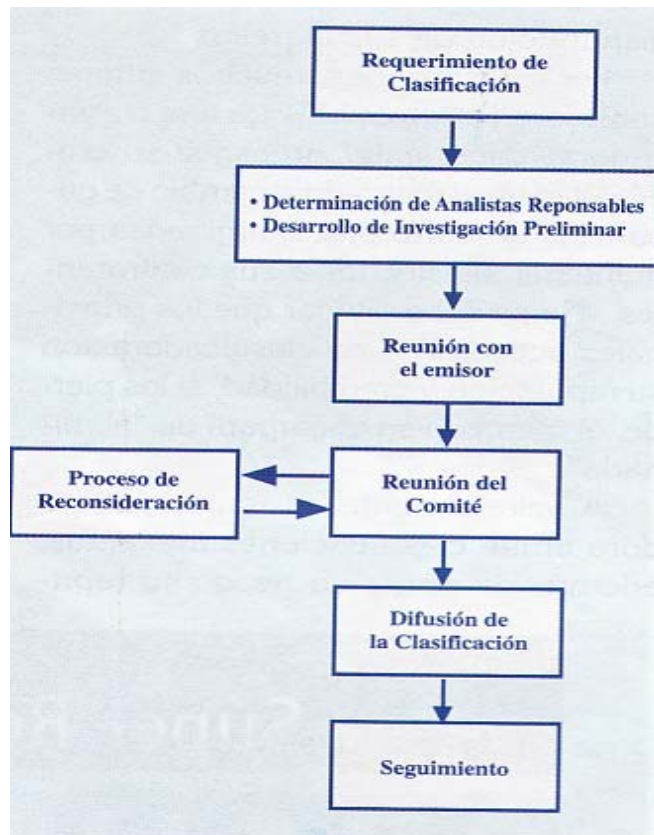
El proceso de clasificación de cualquier entidad puede ser visto como la emisión de una clasificación inicial y las revisiones de la misma durante la vigencia del instrumento. La clasificación inicial normalmente está relacionada con el requerimiento de emisor.

Las revisiones posteriores son realizadas al criterio de las propias clasificadoras, y pueden implicar cambios en la clasificación.

- *Regular en algún sentido la periodicidad para la revisión de las clasificaciones otorgadas, elimina una variable de control para los usuarios: la “voluntad de las clasificadoras de mantener sus ratings vigentes”.*

Luego de la suscripción del contrato con el emisor se designan a los analistas responsables de conducir el proceso. Durante el proceso de clasificación los analistas responsables realizan las coordinaciones necesarias para visitar a la empresa y para obtener la información necesaria. Al mismo tiempo deben recabar toda la información relativa a la industria utilizando fuentes públicas como los organismos reguladores, gremios o empresas especializadas (reportes industriales y sectoriales, estados financieros, estadísticas financieras). (Ver diagrama 1)

## DIAGRAMA 1: PROCESO DE



Una vez que toda la información ha sido recibida y procesada, los analistas visitan la empresa para reunirse con los principales ejecutivos y discutir acerca de las políticas de la compañía.

- *Las reuniones con los ejecutivos de la empresa son importantes porque le permiten al analista tener un mejor entendimiento de la estrategia corporativa de la empresa, de sus políticas de endeudamiento, de su filosofía. Al respecto, Moody's (2000) señala que al acceder a la información confidencial de la empresa le permite a los analistas lograr un entendimiento profundo de sus planes estratégicos y también desarrollar un entendimiento profundo de sus metas operacionales, financieras y estratégicas.*

Posteriormente, los analistas aplicando los criterios y metodologías de las clasificadoras realizan las evaluaciones pertinentes y elaboran un informe final que es sustentado ante el comité de clasificación. Es el comité de clasificación el órgano encargado de determinar el rating final.

Si se trata de una clasificación privada, la clasificación se remite a la empresa. Cuando se trata de la clasificación de un valor o emitirse o emitido públicamente, algunas clasificadoras prefieren darle a la empresa la posibilidad de solicitar la reconsideración o revisión de la clasificación otorgada; otras simplemente optan por hacer públicas la

clasificación de manera simultánea a todos los agentes, incluido el emisor. En los casos en que la reconsideración es posible, la empresa debe presentar información adicional a la clasificadora 18. (Ver Diagrama 2).

#### DIAGRAMA2: ANALISIS DE CLASIFICACION SEGUN MOODY'S



Como se explicó anteriormente, la calidad es una variable dinámica, por lo tanto una vez realizada la primera clasificación, el analista responsable queda encargado de mantener su vigencia en el tiempo. Esta responsabilidad implica también el proponer cambios de categoría al comité y anunciar al mercado de cualquier potencial de modificación de la clasificación<sup>30</sup>.

- *En este sentido, cada analista es responsable del monitoreo diario no sólo de los emisores a su cargo sino del mercado en general, ya que cualquier cambio en el entorno puede afectar directa o indirectamente la*

---

<sup>30</sup> La aplicación de este principio, se acrecentará después de la crisis financiera mundial del 2008, pues los mercados financieros ahora demandarán mayor control y sobre todo mayor información sobre la bondad de las emisiones.

*situación de un emisor particular ejerciendo presiones positivas o negativas en su rating*<sup>31</sup>.

Adicionalmente, dentro de este esquema de monitoreo continuo, varias clasificadoras señalan que como parte de sus políticas de seguimiento y control tratan de tener al menos una reunión anual con cada emisor.

Hace algunos años, tanto Moody's como S&P complementaron la difusión de sus clasificaciones con indicaciones sobre perspectivas. Estas indicaciones pueden ser positivas (mejora en la situación de la empresa), estables o negativas (deterioro en los fundamentos). Estas nuevas políticas son consistentes con los deseos de las clasificadoras de incrementar en su credibilidad en el mercado, ya que en el óptimo, deberían poder anticipar cualquier incremento en el riesgo o cuando menos informar al mercado con la mayor prontitud sobre el potencial impacto de cualquier evento relacionado con el emisor.

- *Moody's (1998) cita algunos de los factores que pueden llevar a modificaciones de las perspectivas o a revisiones de clasificaciones, por ejemplo, cambios en las variables macro económicas en el país de origen del emisor, fenómenos naturales que afectan a la empresa, siniestros en alguna de las plantas, entre otros.*<sup>32</sup>

## ***El uso de las clasificaciones de riesgo y la regulación***

Cuando se trata de establecer los usos que los distintos agentes le dan a las clasificaciones, lo más importante es determinar la utilidad que generan.

En términos generales, para que una clasificación sea de utilidad debe:

- a) Contribuir con la ampliación y profundización de los mercados de valores;*
- b) Proveer una escala de comparación entre industrias y emisores ;*
- c) Ayudar a la mejor supervisión y control de las inversiones; y*
- d) Contribuir con una asignación más eficiente de recursos.*

Cada uno de estos temas está relacionado con la utilidad para cada uno de los participantes del mercado.

Existen autores que resumen la utilidad de las clasificaciones como la capacidad de proveer información. Dentro de los sustentos teóricos de esta posición tenemos en primer lugar a los costos de obtener información. El obtener y evaluar adecuadamente

---

<sup>31</sup> Aquí entra en función el hoy llamado Análisis Técnico, el cual monitorea en forma gráfica el valor de las emisiones y emplea modelos de proyección matemática- estadística altamente sofisticados.

<sup>32</sup> Hoy en día las clasificadoras de riesgo no sólo clasifican emisiones y empresas, sino que extienden una clasificación mucho más avanzada que es la de grado de inversión país. Este grado coloca al país que lo obtiene en un importante y expectante lugar en las inversiones globales.

la información pública es un proceso costoso, lo que hace más eficiente que exista un agente especializado en realizar esta tarea. En segundo lugar, tenemos la posibilidad de los emisores de incorporar información confidencial y relevante para los inversionistas en sus clasificaciones, sin llegar a revelar esta información en detalle al mercado.

- *Por último, el solo hecho de que tanto emisores como inversionistas estén dispuestos a pasar por estos servicios refleja de manera simple y clara que son valiosos.*

Una variable que podemos considerar cuando nos referimos a la utilidad de las clasificaciones en el mercado es el número de clasificaciones contratada por emisor y las razones para esto.

Ellis (1998) indica que la cantidad de clasificaciones de una emisión esta en función de:

- a) La necesidad de los inversionistas institucionales de demostrarles a sus “representados” que ellos sólo invierten en valores que cumplen con ciertos parámetros*
- b) El deseo del emisor de pagar la menor tasa de interés por sus valores ;*
- c) El deseo de resolver una discrepancia entre las clasificaciones existentes*
- d) La obtención de una clasificación dentro del rango de grado de inversión;*
- e) El deseo de hacer las firmas más conocidas entre los analistas;*
- f) El temor de obtener una clasificación no solicitada.*

Para Nayar (1993) el solo hecho de contratar una clasificación constituye una señal para el mercado. En su opinión, los gerentes de las empresas de mayor nivel o mejor performance clasificarán sus valores o su empresa voluntariamente, a pesar de los costos que esto implica, mientras que los gerentes de empresa de menor nivel o más baja performance optarán siempre por emitir deuda sin clasificar. Este autor considera que el mercado es consciente de esta situación, razón por la cual, cualquier exigencia legal para la clasificación obligatoria introduce una distorsión.

Respecto de los inversionistas; estos tienden a exigir una clasificación emitida por la empresa en la que más confían, la que no necesariamente coincide con la elegida por los emisores, dado que los incentivos de estos apuntan en otra dirección.

- ***En el caso del mercado norteamericano, S&P<sup>33</sup> y Moody’s son considerados más “exactas” que las otras empresas.***

---

<sup>33</sup> Información de esta empresa puede consultarse a través de : [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

## ***¿Qué importancia tiene la clasificación de riesgo para los inversionistas?***

- *La clasificación es un mecanismo que facilita sus decisiones porque permite un sistema de fácil comparación entre las diferentes alternativas ofrecidas en el mercado y mejora la información disponible sobre los valores en los que desea invertir. Para poder invertir estas funciones, las clasificaciones deben reflejar correctamente el riesgo y sobretodo ser consistentes.*
- *Los inversionistas requieren información suficiente, oportuna e imparcial sobre la calidad crediticia de los emisores para poder realizar sus evaluaciones sobre el riesgo de cada operación. En este sentido, el hecho de que las clasificadoras pueden acceder a información reservada que se refleje en sus rating, les proporciona un “bien” o una fuente para contrastar opiniones.*

Además, la clasificación puede convertir en un factor determinante de liquidez en el mercado secundario<sup>34</sup>, lo que en definitiva constituye una ventaja para el titular del valor.

Para Moody's, desde el punto de vista de los inversionistas, las clasificaciones pueden:

- a) *Reducir la incertidumbre para promover el crecimiento del mercado, una mayor eficiencia y liquidez;*
- b) *Ampliar los horizontes de inversión, pues que aun los inversionistas más sofisticados de un mercado particular carecen de la experiencia o conocimiento para analizar la amplia gama de instrumentos de deuda a través de las diferentes industrias y países<sup>35</sup>;*
- c) *Promover las inversiones internacionales y la diversificación de portafolio<sup>36</sup>;*
- d) *Establecer límites de inversión en la medida en que las clasificaciones pueden ser usadas como benchmark; y,*
- e) *Contribuir con el establecimiento de primas por riesgo en la negociación de instrumentos.*

---

<sup>34</sup> *Entiéndase por mercado secundario como aquel mercado en el cual se transan los títulos valores que previamente han sido emitidos por los emisores por primera vez, lo cual constituye el mercado primario.*

<sup>35</sup> *Aquí juega un importante papel las clasificaciones de riesgo, sobre todo los derivados financieros e instrumentos de renta variable.*

<sup>36</sup> *Probablemente ésta sea la principal importancia de la clasificación de riesgo para los inversionistas, pues al tener una clasificación de riesgo de empresa como Moody's o S&P independientemente del país o lugar se puede canalizar una inversión.*

También se observa que los inversionistas frecuentemente incluyen las clasificaciones como condiciones en sus contratos financieros.

## ***¿Qué importancia tiene la clasificación de riesgo para los Emisores?***

La clasificación ofrece mejores condiciones en los términos de la colocación de sus valores, una mejor imagen institucional, una ampliación en la base de inversionistas potenciales y facilidad de acceso al mercado de valores doméstico e internacional<sup>37</sup>.

- *Respecto de los incentivos de los emisores para contratar los servicios de clasificación, Kliger Sarig (1998) indican que estos pueden dividirse en dos: los directamente relacionados con la obtención de una mejor clasificación (shopping) o los que buscan beneficiarse de la incorporación de información reservada en las clasificaciones, sin tener que revelar esta información al mercado. En su opinión, este segundo incentivo es el más importante.*

Ellis propone un incentivo adicional para la contratación de una clasificadora.

- *De acuerdo con el resultado de las encuestas que realizó, los gerentes financieros contratan más de dos clasificadoras para evitar clasificaciones no solicitadas o para tener una mejor percepción de la verdadera situación de su empresa.*

## ***¿Qué importancia tiene la clasificación de riesgo para los Reguladores?***

Si bien fueron concebidas como una guía para inversionistas poco sofisticados, ante la aceptación y expansión del sistema de clasificación, los reguladores comenzaron a utilizar las clasificaciones con mayor frecuencia para simplificar algunos aspectos de la supervisión. Es precisamente a partir de esta mayor utilización de las clasificaciones como parte de procesos regulatorios que surge el término NRSRO<sup>38</sup>, en un intento por determinar que clasificadoras son capaces de cumplir con esta tarea.

En una primera instancia, las clasificaciones se han utilizado para establecer límites de exposición a valores en categorías especulativas (restricciones de inversión). En segunda instancia, para establecer los requerimientos de capital de las instituciones

---

<sup>37</sup> Con la implementación de marcos legales de emisiones privadas, como por ejemplo en Perú, la clasificación de riesgo se torna de suma importancia en el acceso a créditos internacionales, y como consecuencia bajos intereses y bajo costo de capital.

<sup>38</sup> Se puede consultar el siguiente link para mayor información : <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>

financiera. Finalmente, se han relacionado con los requerimientos para la revelación de información y la emisión de valores.

- *Las actuales aplicaciones de las clasificaciones en la regulación son: a) para restringir los instrumentos que pueden comprar ciertos agentes; b) para determinar las provisiones o requerimientos de capital ajustados por riesgo crediticio; c) para requerir a los emisores de valores cumplir con ciertos requerimientos; d) para reducir los requerimientos de revelación de información a emisores con determinadas clasificaciones.*

Respecto de los primeros usos de las clasificaciones de riesgo, estos se referían únicamente a la distinción entre grado de inversión y especulativo.

Por ejemplo, en aquellos casos en que las inversiones de un agente estuvieran en grado especulativo, se le requería un mayor respaldo patrimonial. En otros casos, simplemente se prohibía a los agentes la inversión en este tipo de valores.

A pesar de que la distinción entre grado de inversión y grado especulativo sigue siendo importante, con el tiempo los requerimientos de capital, de revelación, de información y las prohibiciones de inversión se han relacionado con categorías específicas.

Dado el número de clasificadoras es obvio que puede darse el caso de emisiones con distintas clasificaciones, en estos casos corresponde a los reguladores determinar el método para solucionar este tipo de desacuerdos. Algunos organismos simplemente consideran la posibilidad de elegir entre las clasificaciones otorgadas, otros conducen a análisis independientes para resolverlo. Cabe señalar que este último enfoque es costoso para los organismos reguladores, en tanto implica la conformación de equipos especializados.

## ***¿Cuáles son las implicancias del sistema de clasificación de riesgo?***

Moody's considera que el uso de las clasificaciones como parte integrante de la regulación afecta la calidad de las clasificaciones porque incrementa el shopping, reduce la independencia, desincentiva la innovación y la competencia por calidad de servicio.

- *Puede incrementar el shopping porque las clasificadoras están sujetas al riesgo moral. Cada empresa tiene el incentivo para asignar altas calificaciones como una manera de atraer clientes, quienes pagarán por sus servicios. La introducción de una demanda basada en requerimientos regulatorios incrementa en los emisores el incentivo para el shopping, por lo que reduce la importancia de la reputación como fuente generadora de ingresos de las clasificadoras.*

- *Acerca del shopping se debe indicar que es difícil de detectar y mas aun de prevenir. Los mas incentivados a utilizar esta práctica son los emisores que se encuentran con clasificaciones en el umbral del grado de inversión. Por esta razón, el shopping puede ser particularmente nocivo cuando se utilizan los ratings como un sustituto de los requerimientos de presentación de información.*
- Puede reducir la independencia por los incentivos que surgen en los organismos reguladores para :

*a) intervenir en el proceso como una manera de garantizar la calidad de las clasificaciones o*

*b) impedir de alguna manera la difusión completa y oportuna de los rating para evitar las consecuencias de las modificaciones.*

- “Debe recordarse que la independencia y la difusión son fundamentales para el desarrollo del sistema.”

Adicionalmente, Moody's opina que la intervención de los reguladores en el proceso de clasificación al establecer un requerimiento de clasificación por mandato legal, limitar las posibilidades de inversión de acuerdo con cierta clasificación y fijar cierto control sobre las actividades de las clasificadoras, introduce una serie de distorsiones en el mercado.

En primer lugar, porque en este contexto los inversionistas usan las clasificaciones sin considerar factores como su objetividad o calidad. Este simple hecho elimina uno de los factores más importantes en el desarrollo de esta actividad: la disciplina de mercado.

En una economía de libre mercado, si una clasificadora emite opiniones pocos confiables, tanto emisores como inversionistas dejan de demandar sus servicios. La competencia entre clasificadoras se basa precisamente en tratar de emitir opiniones de la mejor calidad, con los mejores sustentos para poder ganar la confianza de los inversionistas.

Sobre los efectos en inversionistas regulados, el comité de supervisión Bancaria de Basilea considera que cuando las clasificaciones determinan alguna condición particular sobre las posibilidades de inversión de un agente, este preferirá una clasificación lo suficientemente alta como para incluir el valor en su portafolio antes que una que refleje el riesgo “real” del emisor.

Bajo este escenario, es posible pensar que una clasificadora “irresponsable” o “inmoral” pueda coludirse, con un emisor riesgoso y con los inversionistas que desean eludir sus restricciones de inversión, para inflar sus ratings.

- *En segundo lugar Moody's considera una distorsión más grave aún el hecho de que los inversionistas confíen en las opiniones emitidas por las clasificadoras por el solo hecho de contar estas empresas con la aprobación del ente regulador.*

- *En tercer lugar, en su opinión cuando las clasificaciones son contratadas por mandatos de ley, surgen en los emisores e intermediarios financieros incentivos para el shopping de clasificaciones. En este contexto, las clasificadoras, por el solo hecho de contar con una autorización de funcionamiento, tienen el poder de obtener al emisor con su clasificación un “pasaporte” al mercado de capitales.*

No es difícil prever que en esta situación de clasificadora más exitosa será la que otorgue clasificaciones sistemáticamente más altas para poder así cumplir con los requerimientos legales o aquella que ofrezca los servicios más baratos. Es obvio que la presentación de los servicios de clasificación a un menor precio es posible únicamente a través de la reducción de gastos en investigación y análisis (contratación de personal con poca experiencia, sistemas de información deficientes, entre otros).

En resumen, el uso de las clasificaciones con fines regulatorios ha sido cuestionado por los efectos en el sistema.

Cantor (1995) y las clasificadoras opinan que puede conducir al shopping.

- *El Basle Committee on Banking Supervision (2000) enfatiza sus efectos en los inversionistas regulados. Cantor (1995) y las clasificadoras consideran puede inducir al estado a intervenir en el desarrollo de esta actividad con los consecuentes costos y daños a la credibilidad y eficiencia del sistema. Varios autores concluyen que este uso de los ratings menoscaba la importancia de la reputación como medida disciplinaria dentro de la industria. Además, se han criticado los supuestos sobre los que sustentan los usos regulatorios de la clasificación. Cantor (1995) considera que estos aplican asumir que los significados de los ratings son constantes en el tiempo, entre distintos tipos de valores y entre clasificadoras, a pesar de que no se encuentra evidencia empírica que apoyen la existencia de dicha consistencia.*

## ***¿Cuáles es la importancia de la industria del Risk Financial Management en las economías emergentes?***

Tras las abruptas caídas de las bolsas mundiales del año pasado y de este año, las Bolsas de Valores de países emergentes como Perú – específicamente las Bolsa de Valores de Lima – nuevamente vuelve a lucirse como una de la más rentables del planeta; y no sólo ella sino que otras bolsas comienzan a seguirle los pasos.

- *Se ha observado que la Bolsa de Valores de Lima, ha experimentado un extraordinario desempeño de sus principales índices y una recuperación de sus volúmenes negociados, además de volver a existir un marcado interés por parte de inversores nacionales y extranjeros en seguir apostando por la dinámica economía inca.*

Del mismo modo se ha visto que en Perú, la recuperación en el mercado de renta variable ha sido posible a la relativa calma que se registra en los principales mercados del mundo, hecho que sumado a la fortaleza de la economía peruana para afrontar la crisis ha permitido sacar un mayor provecho del alza de los metales y también de las noticias locales positivas.

A su vez el mercado de renta fija, ha tenido una recuperación progresiva y en la actualidad está prácticamente normalizado, y se contempla un dinamismo y un apetito extraordinario de los inversionistas.

Así las expectativas de inversión se han reavivado, con lo cual cabe la pregunta, en qué forma la industria de calificación de riesgo puede contribuir a esta situación y a mantenerla lo mayor posible.

Si consideramos que el comportamiento de la Bolsa de Valores mide la temperatura financiera y económica de un país, no cabe duda que el desarrollo del mercado de capitales redituará una importancia suprema en el nuevo panorama financiero de las economías emergentes.

En el caso peruano, cabe destacar que en el 2010 será uno de los pocos países con condiciones excepcionales para desarrollar el mercado de capitales, entre éstas podemos mencionar:

- a) Un sistema empresarial con toda una normatividad NIIF totalmente implementada, lo cual permitirá una fluidez de información financiera en las empresas;*
- b) Una legislación de emisión privada de acciones y títulos valores sumamente avanzada, pues prima el rol promotor del estado antes que un rol intervencionista; y esto le da espacio al mercado mismo para una autorregulación y desarrollo;*
- c) Una economía con grado de inversión por segundo año, y con indicadores macroeconómicos estables.*
- d) Empresas con necesidad de recursos financieros a largo plazo y con proyecciones de crecimiento basadas en sendos tratados de libre comercio.*

Todas estas situaciones que en definitiva propiciarán un mejor desempeño económico de países emergentes como Perú; tienen una limitante la cual se circunscribe al tamaño reducido de los respectivos mercados de capitales locales donde no se pueden realizar adquisiciones en volúmenes considerables, ya que no existe suficiente cantidad de papeles de emisión pública.

Ahora bien, con la implementación del marco legal de emisión privada de títulos valores, en definitiva se observará que las emisiones corporativas se incrementen los próximos meses, pues las empresas ya están explorando este mercado como un medio para fondear proyectos de inversión y capital de trabajo. Por otro lado las tasas de interés se encuentran bastante bajas, lo que podría incentivar a las empresas a emitir deuda tanto pública como privada.

Por el lado de la demanda, con un país con grado de inversión mantenido y mejorado, los inversionistas orientan sus inversiones a instrumentos de corto plazo, asumiendo un mayor riesgo por ellos.

De no mediar problema alguno, todos concuerdan que los mayores favorecidos en la recuperación de la dinámica global serán los países de economías emergentes como la peruana, la cual está destinada a aprovechar la elevada liquidez que existe en el planeta y; a ofrecer mayores tasas de interés dado que las tasas de interés de referencia de los bancos centrales del mundo están bajas, hecho que constituye una ventaja adicionales de la economía inca.

El nuevo mercado combinado de emisión privada y emisión pública, aunado a las emisiones gubernamentales de las economías emergentes, que por los próximos tres o cuatro años se desarrollará ofrece un amplio horizonte a la industria de la calificación de riesgo; y estas a su vez servirán de base para inversores audaces, que se aventuren en un mercado tan vasto como América Latina entera.

Los inversionistas hoy se deben de preguntar **¿Qué tan lejos puede llegar la crisis, y que tanto provecho se puede sacar de ella y qué rol jugará la industria de clasificación de riesgo?**

**No queda duda que observando las directrices expuestas, la industria de clasificación de riesgo, las clasificadoras y sus índices generados en definitiva van a contribuir a realizar muy buenos negocios y con grados de seguridad adecuados.**

*“Lo concreto es que esta crisis cambiará el panorama mundial, lo más concreto es que se trata de un experimento irreversible y necesario; y hay algo cierto las oportunidades de negocios, a semejanza de la capacidad del libre mercado para innovar y aplicar la iniciativa privada en toda su potencialidad, son infinitas.”*

## **Bibliografía**

- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2000, "Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information" Agosto, Bank for International Settlements, Basle.
- BOOM, Anette, 1999, "A Monopolistic Credit Rating Agency", Freie Universitat Berlin, Noviembre, Berlin.
- CANTOR, Richard, 1995, "Rating the Rating Agencies", Transcripción de la conferencia dictada en el "National Economist Club", marzo, Washington, D.C.
- CANTOR, Richard and PACKER, Frank. 1995a, "The Credit Rating Industry", The Journal of Fixed Income, diciembre.
- KLIGER, Doron y SARIG Oded, 1998, "The Information Value of Bond Ratings", draft.
- HIRAI, Naoki y TOMITA, Hiroshi, 1996, "Credit Rating in Japan: A Progress Report", NRI Quarterly, Vol. 5 Nr. 4.
- MOODY'S INVESTOR SERVICE, 1998, "A Guide for Market Participants to Monitoring Moody's Credit opinions", Global Credit Research: Special Comment, Julio.
- REDONDO, Mercedes, 1992, "La calificación o rating de emisiones y emisores", Banco de España – Boletín económico, mayo.
- STANDARD & POOR'S, 1999, "Corporate Ratings Criteria" Standard & Poor's, New York.
- VERCHIK, Ana, 1993, "Mercado de Capitales", Ediciones Macchi, Buenos Aires.