

1992

AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

CAROLINA CAMPUZANO ACOSTA

Proyecto de Grado presentado como requisito para
optar al título de Administradora de Empresas

Director
Doctor **AMIN EMILIO MATUK SAFI**

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTARCION

C.E.S.A

SANTAFE DE BOGOTA 1997

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCION

1. EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.....	1
1.1 GENERALIDADES.....	1
1.2 NECESIDADES DE INVERSIÓN.....	1
1.3 MERCADOS INTERNACIONALES.....	3
1.3.1 Euromercado.....	4
1.3.1.1 Antecedentes.....	4
1.3.1.2 Características.....	4
1.3.2 Mercado Samurai.....	5
1.3.2.1 Características.....	5
1.3.3 Mercado Dragón.....	5
1.3.3.1 Características.....	5
1.3.4 Mercado Yankee.....	6
1.3.4.1 Características.....	6
1.4 SISTEMAS DE FINANCIACIÓN INTERNACIONAL.....	7
1.4.1 Créditos Internacionales.....	7
1.4.1.1 Características de los créditos Internacionales.....	7
1.5 OBLIGACIONES INTERNACIONALES.....	10
1.5.1 Características generales de estas obligaciones.....	10
1.5.2 Bonos.....	11
1.5.2.1 Características de los bonos.....	12
1.5.2.2 Ventajas.....	12
1.5.2.3 Tipos de bonos.....	12
1.5.2.3.1 Según las necesidades del emisor.....	13
1.5.2.3.2 Según el origen y el destino de la emisión.....	14
1.5.2.3.3 Según respaldo colateral a la obligación principal.....	15
1.5.3 Euronotas de mediano plazo (EMTNs).....	15
1.5.3.1 Ventajas.....	16
1.5.3.2 Desventajas.....	17
1.6 LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN EL MERCADO DE OBLIGACIONES INTERNACIONALES.....	17
2. ANALISIS DE RIESGO PAIS.....	19
2.1 GENERALIDADES.....	19
2.2 DEFINICION DE RIESGO PAIS.....	20

2.3 CUANTIFICACION DEL RIESGO PAIS.....	22
3. AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	25
3.1 GENERALIDADES.....	25
3.2 RESEÑA HISTORICA.....	26
3.3 CARACTERÍSTICAS.....	28
3.4 SERVICIOS OFRECIDOS POR LAS AGENCIAS CALIFICADORAS.....	32
3.5 PROCESO DE CONTRATACION.....	33
3.5.1 Etapas del proceso de emisión.....	33
3.5.1.1 Etapa previa.....	33
3.5.1.2 Primera etapa.....	34
3.5.1.3 Segunda etapa.....	36
3.5.1.4 Tercera etapa.....	37
3.5.1.5 Cuarta etapa.....	37
3.6 RELACIONES AGENCIA - EMISOR.....	38
3.7 SERVICIOS COMPLEMENTARIOS DE LOS MERCADOS.....	39
3.7.1 Global Investor Advisors.....	39
3.7.2 Financiaciones externas para la contratación de las Agencias.....	40
3.8 PRINCIPALES AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	41
3.8.1 Standard & Poor's (S & P).....	41
3.8.1.1 Calificación de riesgo.....	41
3.8.1.2 Criterios de calificación.....	42
3.8.1.3 Metodología.....	42
3.8.1.4 Nomenclatura utilizada por Standard & Poor's.....	45
3.8.2 Moody's.....	47
3.8.2.1 Calificaciones de Riesgo.....	47
3.8.2.2 Criterios de calificación.....	48
3.8.2.3 Metodología.....	49
3.8.2.4 Nomenclatura utilizada por Moody's.....	51
3.8.3 Duff & Phelps.....	55
3.8.3.1 Calificación de riesgo.....	55
3.8.3.2 Criterios de calificación.....	56
3.8.3.3 Nomenclatura utilizada por Duff & Phelps.....	57
3.8.4 IBCA - Banking Analysis Ltd.....	59
3.8.4.1 Calificaciones de riesgo.....	59
3.8.4.2 Criterios de calificación.....	60
3.8.5 National Association of Insurance Companies - N.A.I.C.....	63
3.8.5.1 Calificación de riesgo.....	63
3.8.5.2 Criterios de calificación.....	64
3.8.5.3 Relaciones.....	64
3.9 FACTORES COMUNES DE ANALISIS.....	64
3.10 COSTOS COMPARATIVOS DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	66

4. EL CASO COLOMBIANO.....	68
4.1 ANALISIS DEL RIESGO PAIS.....	68
4.2 NECESIDADES DE FINANCIACIÓN.....	69
4.3 CALIFICACIÓN DE VALORES EN COLOMBIA.....	71

CONCLUSIONES

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS

Anexo 1 : Emisiones de Bonos Internacionales República de Colombia

Anexo 2 : Calificación de Títulos 1994 - 1997

Anexo 3 : Resolución No. 400 de 1995

GLOSARIO

AGRADECIMIENTOS

La autora expresa sus agradecimientos a :

MARCO FIDEL ROCHA. Rector, Colegio de Estudios Superiores de Administración. C.E.S.A

AMIN EMILIO MATUK S. Gerente Derivativos, Citibank

INTRODUCCIÓN

Las últimas décadas se han caracterizado por la velocidad de los cambios en los campos en los que se desenvuelve el ser humano; las comunicaciones, el transporte y las finanzas entre otros, se han desarrollado de tal manera que empresas dedicadas a estas actividades estén en constante búsqueda de innovaciones que las coloquen a la vanguardia de sus similares.

Así mismo, los países tratando de lograr un desarrollo armónico y sincronizado con otras naciones, buscan alternativas económicas que les permitan alcanzar un cambio que las coloque en los primeros lugares.

Esta búsqueda empezó desde la época de la postguerra, cuando las naciones vieron la necesidad de crear alternativas de financiación que les permitieran reconstruir sus bienes económicos. Fue así como después de una paciente evolución, los países y las empresas empezaron a utilizar la emisión de títulos valores a través de bancos internacionales o entidades transnacionales para la generación de recursos, obteniendo condiciones más favorables que aquellas que ofrecían los créditos ordinarios.

Estas condiciones varían de una empresa a otra o de un país a otro dependiendo de la "calificación" que tenga, la cual es otorgada por una agencia especializada en realizar los estudios y análisis de las empresas o países que emitirán los diferentes títulos y que saldrán a colocarlos en los mercados internacionales, ya que es necesario que el inversionista conozca el riesgo que está asumiendo al adquirir un documento de esta naturaleza.

El objetivo de este trabajo es entonces dar a conocer el funcionamiento y operación de esas agencias especializadas, denominadas "Agencias

Calificadoras de Riesgo", destinadas a emitir un concepto cuyo fin primordial dar a conocer al inversionista que decida adquirir un título valor emitido por un país o empresa, el riesgo en que incurre por esta operación.

La falta de información , que sobre estas Agencias se tiene en Colombia, ha sido la razón fundamental para el desarrollo de este trabajo. En el se busca dar a conocer por qué se necesita financiación, qué clase de mercados financieros existen en la actualidad, cómo y desde cuándo funcionan las Agencias Calificadoras de Riesgo, por qué se crearon, cuál es su utilidad real, el valor agregado que otorgan a los bonos que emite un país o una empresa, cómo se han utilizado para Colombia, los análisis que adelantan para calificar los riesgos de una emisión, sus características generales y los aspectos más relevantes de sus funcionamiento.

Por considerar que las Agencias Calificadoras de Riesgo son un mecanismo de significativa importancia para la economía de un país, cualquiera que sea su grado de desarrollo, no hay duda que este trabajo prestará un real apoyo a quien desee conocerlas y utilizarlas.

CAPITULO I



SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

1.1 EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

1.1 GENERALIDADES

Con el fin de dar a conocer cuál es el origen de las Agencias Calificadoras de Riesgo, es necesario remontarse a explicar por qué existen las necesidades de financiación, a describir el concepto genérico del mercado internacional dentro de los que se encuentran el Euromercado, Mercado Yankee y Mercado Samurai entre otros. Una vez entendidos estos conceptos se profundizará en dos formas de financiación internacional como son los créditos y las obligaciones internacionales. Esta última parte cubre principalmente el tema de Bonos, los cuales son en la actualidad el sistema de mayor utilización a nivel mundial.

Los sistemas de financiación, dada la incidencia que tiene sobre los mercados internacionales hacen que sea necesaria una valoración de riesgo crediticio, a fin de brindarle un mayor grado de confiabilidad a los inversionistas.

1.2 NECESIDADES DE FINANCIACION

Con la terminación de la segunda guerra mundial, tanto los países que habían participado directamente en ella, como aquellos que no lo habían hecho, entraron en un período de recesión que les impedía alcanzar un desarrollo acorde con sus necesidades.

Ante esta situación, aquellas naciones que mantenían una situación económica solvente, decidieron abrir líneas de crédito, para los países en

recesión con el fin de que éstos obtuvieran los suficientes medios económicos que les permitieran alcanzar las metas de desarrollo deseadas.

Con este fin se crearon instituciones especializadas en este tipo de operaciones, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo y El Banco Mundial entre otros, que se ocuparon de estudiar la situación económica de diferentes países para que de acuerdo con el resultado de este estudio se decidieran las cuantías y calidades de los préstamos.

Se presentaron entonces dos tendencias :

- Solicitudes de créditos destinados al pago de burocracia antes que al ensanchamiento de empresas encaminadas a la producción y posterior exportación de sus artículos.
- Solicitud de créditos para fortalecimiento de empresas destinadas a la elaboración de productos para exportación, estrategia acogida por los países asiáticos los cuales lograron propiciar empleo, riqueza y desarrollo.

La primera tendencia, acogida especialmente por los países latinoamericanos, fue un medio fácil de consecución de recursos. Sin embargo el incremento en las tasas de interés en los años siguientes, encarecieron los créditos a tal punto, que los países prestatarios debieron declararse en mora.

No obstante esta situación que originó la suspensión de créditos nuevos por parte de los organismos internacionales y la propuesta de las países endeudados para que se refinanciara la deuda, la demanda de crédito continuó creciendo, razón por la cual los bancos comerciales debieron

estructurar el concepto de créditos sindicados¹ a fin de lograr suplir estas necesidades. Así mismo los países en vías de desarrollo ante la suspensión de los créditos a través de los organismos tradicionales, desarrollaron nuevas estrategias de financiación menos costosas, tales como emisiones de bonos, préstamos a través de bancos comerciales de un país extranjero, repatriación de capitales o incentivos para la inversión de capitales foráneos basados en ventajas tributarias o alta participación en las utilidades generadas por las empresas en las que invirtieran.

Estas alternativas utilizadas ya por varios países, permite demostrar que existen mecanismos diferentes a los tradicionalmente establecidos por organismos internacionales de crédito para obtener financiación destinada al desarrollo de las naciones.

1.3 MERCADOS INTERNACIONALES

El desarrollo de los medios de comunicaciones, ha permitido la internacionalización del manejo bursátil tanto en títulos como en commodities e instrumentos derivados. *"Las bolsas de valores del mundo trabajan 24 horas para brindar el mayor cubrimiento posible a las múltiples necesidades tanto de las unidades superavitarias como a las deficitarias; todo esto a través del amplio espectro de intermediarios financieros especializados"*². Estos mercados procuran atraer tanto emisores como inversionistas ofreciéndoles estructuración del sistema de financiación, la consecución de mercado objetivos y el apoyo en mercados secundarios entre otros. Entre los más conocidos se encuentran³:

¹ Créditos entre varios bancos

² Síntesis seminario mercado Internacional de capitales. Anón Matuk. Mayo de 1995

³ BANCOLDEX. "Características de los mercados Internacionales de Capitales"

- **Euromercado:** Cubre Europa y algunos países del Asia.
- **Mercado Dragón:** Cubre el Sudeste Asiático.
- **Mercado Matador:** Cubre el mercado Español.
- **Mercado de Johannesburgo:** Cubre el mercado Sudafricano.
- **Mercado Australiano:** cubre Australia y algunos países asiáticos
- **Mercado Sumurai:** Cubre a Japón.
- **Mercado Yankee:** Cubre a los Estados Unidos.

1.3.1 Euromercado

1.3.1.1 Antecedentes

La creación del Euromercado se remonta a los años de la Guerra Fría donde la URSS y China deciden trasladar las reservas que mantenían en dólares americanos en bancos de los EEUU, a bancos en Francia e Inglaterra a fin de evitar su bloqueo. Una vez estas reservas quedaron libres de la autoridad monetaria de dicho país, los banqueros europeos descubren que pueden prestarlas en dólares sin que se vean expuestas a la autoridad monetaria ni de Francia, ni de Inglaterra, ni de EEUU esquivando de ésta manera el pago de encajes que existían en sus países para los depósitos en francos y libras. Este es el comienzo de un mercado no regulado en dólares que rápidamente se expande a otros países de Europa creando así el Euromercado.

1.3.1.2 Características

- **Mercado grande y líquido, dominado por las principales monedas.**
- **Las emisiones realizadas en este mercado se caracterizan como de buena calidad.**

- Se está creando un mercado paralelo para emisiones de mediana calidad.
- Los inversionistas pueden ser institucionales o individuales fuera de los Estados Unidos.
- La disponibilidad de divisas otorga liquidez al mercado.
- Se requiere de una calificación de riesgo.

1.3.2 Mercado Samurai

1.3.2.1 Características

- Mercado grande y creciente.
- La llegada de mecanismos modernos de determinación de precios atrae inversionistas al mercado.
- Los inversionistas son todo tipo de instituciones financieras japonesas.
- En este mercado se pueden conseguir buenos precios.
- Los costos de emisión son altos.
- Se requiere de por lo menos una calificación de riesgo norteamericana o japonesa.

1.3.3 Mercado Dragón

1.3.2.1 Características

- Mercado de importancia reciente.
- Liquidez del mercado en ascenso actualmente.
- Requiere de dos calificaciones de riesgo ya que el inversionista tiende a pedirla.

- Los inversionistas son compradores institucionales de Asia, Australia y Japón.
- No es un mercado muy exigente.
- Tiene una liquidez reducida.

1.3.4 Mercado Yankee

1.3.4.1 Características

- Las emisiones requieren de registros de la SEC (Security Exchange Commission)
- Es un mercado grande y líquido.
- Requiere de por lo menos dos calificaciones de riesgo.
- Los inversionistas son de todo tipo, principalmente compañías de seguros o aquellos sofisticados en su decisión de invertir.
- Se pueden conseguir buenos precios.

Vale la pena anotar que actualmente mediante la Ley 144-A (Euro-US cross over), los bonos que acuden al Euromercado pueden optar por la venta de sus títulos en los Estados Unidos de Norteamérica, sin ceñirse a requisitos como el registro y la calificación de la emisión que impone la SEC, los cuales obviamente encaran los costos de emisión. Sin embargo esta facilidad sólo se le otorga a los QIBs (Qualified Institutional Buyers) o inversionistas institucionales con una alta calificación otorgada por una o varias compañías calificadoras de riesgo. Esta posibilidad se la da la SEC a los QIBs buscando recuperar la participación que había perdido por ser demasiado costoso y exigente frente a los nuevos mercados europeos y asiáticos.

1.4 SISTEMAS DE FINANCIACION INTERNACIONAL

1.4.1 Créditos Internacionales

El crédito internacional al igual que el nacional se puede definir como *“una operación entre dos o más personas naturales o jurídicas, en el cual una de ellas transfiere temporalmente dinero a cambio de un interés con el fin de que le sea devuelto al termino del tiempo estipulado”*⁴. Sin embargo en el crédito internacional la transferencia de estos fondos, se lleva a cabo mediante unas determinadas normas, que son las mismas que rigen los mercados de créditos nacionales, pero que es efectuada en una moneda diferente a la del país que solicitó el crédito.

En los créditos internacionales se pueden distinguir dos modalidades diferentes:

- Crédito internacional simple: El crédito se otorga en la moneda del prestamista; por ejemplo una institución colombiana acude a un banco estadounidense para que le conceda un crédito en dólares.
- Eurocrédito: es aquel crédito en el cual el prestatario acude a una entidad para que le conceda un crédito en una moneda diferente a la del prestatario y a la del prestamista. Por ejemplo una empresa colombiana puede solicitar un crédito en francos franceses a un banco estadounidense para realizar operaciones con empresas francesas.

1.4.1.1 Características de los créditos internacionales

A pesar de que hoy en día los créditos internacionales son un mecanismo corriente de financiación para los países y aun para las empresas particulares

⁴ DIEZ, Luis. MASCAREÑAS, Juan. Ingeniería Financiera. Madrid, 1991. p. 41.

de un estado, no se conocen normas específicas que regulen esta clase de transacciones.

La legislación de cada país reglamenta la operación de crédito y fija los límites hasta los cuales una persona, natural o jurídica, puede llegar en sus operaciones con estamentos económicos de otro país.

No obstante lo anterior, si existen acuerdos entre las diferentes instituciones otorgadoras de crédito, a nivel mundial, los cuales son de uso común y se pueden resumir en los siguientes planteamientos :

1. Cuando una entidad pública o una empresa particular de un determinado país prefiere adquirir un crédito recurriendo al mercado internacional, generalmente se debe a la magnitud del mismo, lo que nos lleva a suponer que existe mayor disponibilidad de recursos en el exterior que en el propio país.
2. La magnitud del crédito solicitado, obliga en la mayoría de los casos, a que se forme una especie de asociación entre dos o mas entidades prestamistas, de manera que se minimice el riesgo para cada una de ellas. Esta asociación ha originado lo que se conoce como créditos sindicados, puesto que las entidades forman para una sola ocasión y para un crédito específico una especie de sindicato de entidades cuyas características mas comunes son :
 - Se cuenta con un banco principal encargado de conseguir los bancos que conformarán el "Sindicato" ; a su vez será el encargado de asignar la participación de cada una de los sindicados en el crédito, razón por la cual deberá gozar de gran prestigio a nivel internacional y por consiguiente de la solvencia necesaria para que motive a los otros bancos participantes.

Este Banco denominado en términos crediticios como "Banco Director", generalmente termina su participación en el momento del otorgamiento del crédito.

- De otra parte, existe lo que se ha denominado internacionalmente, un "Banco Agente" que puede ser el mismo "Banco Director" y cuyas principales funciones son las de garantizar la imparcialidad en las condiciones del crédito para evitar favoritismos entre las diferentes entidades, manejar las relaciones entre los bancos del "sindicato" y el deudor y recolectar los pagos de capital e intereses.
- Por último se ha denominado como "Banco Participante" aquel que hace parte del sindicato y que presta el dinero de acuerdo a su participación en el mismo.

3. Como todo crédito, el ofrecido por un "Sindicato" de bancos cuenta con un tipo de interés que debe ser atractivo para el prestatario. La generalidad de los créditos internacionales manejan el LIBOR o el PRIME RATE que son tasas de interés variable que permiten a las instituciones financieras protegerse de las oscilaciones de los tipos de interés

4. La mayoría de las veces, los créditos de este tipo están divididos y para cada división existen diferentes condiciones de plazo e interés.

5. Invariablemente los créditos se conceden a empresas particulares o entidades públicas que cuenten con una garantía real de pago y cuenten con el aval del gobierno del respectivo país.

6. Las condiciones del crédito pueden y deben ser conocidas por todas aquellas personas o entidades interesadas en conocerlas.

7. Por último, un crédito de esta naturaleza puede ser otorgado en una o varias monedas.

1.5 OBLIGACIONES INTERNACIONALES

Estas obligaciones al igual que a nivel nacional se definen como una porción de un préstamo a largo plazo reflejada en un título que puede ser endosado. Se adquieren en una moneda diferente a la del país que contrajo la deuda.

1.5.1 Características generales de estas obligaciones

Al igual que los créditos, las obligaciones internacionales cuentan con unas características generales que sin estar determinadas explícitamente en una o varias normas de uso obligatorio, si son aceptadas por las partes interesadas. Se pueden resumir de la siguiente manera :

- Las obligaciones que se derivan de los créditos internacionales y determinadas como se comentó en el aparte anterior, pueden ser vendidas pero únicamente a través de un "Sindicato Bancario" que previamente ha tomado la emisión. A diferencia de los créditos sindicados, no hay banco agente ya que las obligaciones son títulos valores al portador y pueden estar distribuidas en cualquier parte del mundo.
- La emisión debe ser conocida públicamente y en la misma es necesario que figuren el beneficiario, la moneda en la que fue emitida, su valor y la tasa de interés, el vencimiento y los bancos que participan en ella.

- El tipo de interés al que se ofrezca la emisión puede ser fijo o variable. Fijo cuando al vencimiento se le ha determinado una fecha específica y variable cuando no existe una fecha de vencimiento determinada para toda la emisión, caso en el cual la tasa de interés es revisada periódicamente, aplicándose generalmente el LIBOR al cual se le agrega un diferencial.

1.5.2 Bonos

Los bonos representan un préstamo de un inversionista hacia una compañía la cual eventualmente deberá pagar al cabo de un plazo predeterminado, tanto el principal como los intereses (cupones).

1.5.2.1 Características de los bonos

- El o los inversionistas se convierten en los acreedores de la empresa. (No en socios como en el caso de las acciones).
- Los bonos se emiten con tasas fijas o variables de interés. (o cupones siempre viables de ser transformados mediante un swap):
- Se puede tomar prestado a tasa fija y a largo plazo a diferencia de las condiciones que impone un banco.
- Se elimina por parte del emisor la diversidad de negociaciones a las que se tendría que ver sujeto con respecto a la recolección y posterior pago del dinero.
- En el caso de las empresas que no cuenten con un flujo de caja estable con el cual puedan pagar los intereses de la deuda (servirla), estas optan por emitir acciones.
- Los bonos se pueden emitir a :

- **Par:** En paridad con respecto a su valor nominal.
- **Descuento:** Por debajo de su valor nominal.
- **Prima:** Por encima de su valor nominal.

1.5.2.2 Ventajas

La emisión de bonos presenta diversas ventajas tanto para el emisor como para el tenedor :

Desde el punto de vista del emisor :

- Acuden a un mercado con mayor capacidad de absorción.
- Tienen mayor libertad y flexibilidad al no existir una legislación a nivel internacional una vez autorizada su emisión por el propio país.
- Permiten pedir prestado a un interés más bajo que el que se obtiene de un banco. Al emitir bonos, el emisor toma prestado directamente de los inversionistas eliminando al banco como un intermediario en las transacciones lo cual constituye en sí un proceso más eficiente transparente, ágil y económico.
- Los costos de emisión suelen ser más bajos debido a que los costos fijos al ser la emisión de gran volumen, se reparten más.

Desde el punto de vista del tenedor presenta las siguientes ventajas :

- Son títulos de gran liquidez y fáciles de vender.
- Ofrecen una gran seguridad

1.5.2.3 Tipos de bonos

Los bonos se pueden clasificar en las siguientes categorías :

- De acuerdo a las necesidades del emisor.
- Según el origen y el destino de la emisión.

- Según su respaldo colateral a la obligación principal.

1.5.2.3.1 Según las necesidades del emisor

- **Bonos cero cupón:** son aquellos que usualmente se venden al descuento y en donde no se hacen pagos periódicos de intereses, dándose así la posibilidad de negociar por separado tanto el principal como los cupones. Son muy utilizados para tomar prestada de manera fija una cantidad, cuando los ingresos futuros son al mediano y largo plazo lo que impide el pago periódico de intereses a los tenedores.
- **Bonos en doble moneda:** en donde el emisor recibe dinero de la colocación en una euro moneda, paga los cupones en la misma, pero redime el principal en otra moneda diferente, preestablecida desde la emisión. Es un sistema óptimo de cubrirse de los riesgos generados por las fluctuaciones en las tasas de cambio.
- **Bonos E.C.U.:** emitidos en la moneda que es de uso interno de los países miembros de la Comunidad Económica Europea.
- **Bonos con tope y piso:** emitidos con un límite superior y/o uno inferior de fluctuación preestablecido sobre la tasa de cambio. Cualquier desfase por encima o por debajo de dichos topes, anula y/o limita su rentabilidad.
- **Bonos con redención en acciones:** los cuales al momento de su redención, no pagan dinero sino una suma equivalente con respecto a un valor de conversión en acciones de la empresa o entidad.

- **Bonos alcistas o bajistas:** en donde su tasa de redención depende del comportamiento alcista o bajista de un índice bursátil determinado.
- **Bonos perpetuos:** aquellos que no contienen una fecha de redención especificada en el título valor.
- **Bonos con cupón independiente:** cuyo principal e intereses son separados y vendidos por aparte a los inversionistas.

1.5.2.3.2 Según el origen y el destino de la emisión

- **Bono doméstico:** emitido por una empresa o entidad en su propio país.
- **Bono internacional:** emitido por una empresa o entidad en un país extranjero (diferente al suyo propio).
- **Bono extranjero:** emitido por una empresa o entidad en un país extranjero y denominado en la moneda del país extranjero receptor.
- **Bono paralelo:** emisión a nivel multinacional, colocado simultáneamente en varios países en la moneda nacional de cada uno de estos.
- **Euro bono:** emitido por una empresa o entidad en un país extranjero, denominado en una euro moneda o en E.C.Us (European Currency Units), ofrecido en más de un país y colocado por un sindicato de underwriters.
- **Bono global:** es el mercado para las ofertas públicas en los EE.UU., Europa y el Lejano Oriente simultáneamente.

1.5.2.3.3 Según su respaldo colateral a la obligación principal

- **Bonos hipotecarios:** respaldados por propiedades, lo cual permite al emisor tomar prestado el dinero a una baja tasa de interés puesto que su riesgo crediticio de incumplimiento se reduce.
- **Bonos de garantía colateral:** aquellos respaldados por otros títulos de buena calificación según una sociedad evaluadora de riesgo.
- **Bonos sobre maquinaria y equipo:** respaldados por derechos prendarios sobre activos de planta fijos tangibles.
- **Bonos quirografarios:** respaldados únicamente y exclusivamente por el prestigio (good will) del emisor.
- **Bonos sobre ingresos:** respaldados por los ingresos futuros del emisor; si y solo si los produce.
- **Bonos con opción de compra y/o venta:** en los cuales se especifica el derecho que tiene el emisor de redimir el bono antes (call in) o después (put out) de la fecha de su madurez o redención.

1.5.3 Euronotas de Mediano Plazo (EMTNs)

Las euronotas se definen como *"un compromiso legalmente vinculante, suscrito a mediano plazo, en virtud del cual un prestatario puede emitir papel a corto plazo en nombre propio, pero en el que los bancos que desempeñan*

*el papel de aseguradores (underwriters) se compromete a adquirir todos aquellos títulos valores que el prestatario haya sido incapaz de colocar*⁵.

El compromiso de estas notas se acuerda habitualmente para un plazo que oscila entre 5 y 7 años, en el cual la financiación se instrumenta a través de emisiones sucesivas, que frecuentemente consisten en periodos de vencimiento de tres y seis meses.

1.5.3.1 Ventajas

- Las Euronotas, son instrumentos de deuda flexible que pueden ser diseñados para responder a las oportunidades del mercado y a las preferencias y necesidades de los inversionistas.
- Se pueden emitir como una solución a un problema en el manejo de tesorería y/o por razones de liquidez financiera, en donde las empresas o entidades cuyo objeto social es muy volátil para poder emitir con un buen nivel de confianza y una favorable aceptación por parte de los inversionistas al largo plazo (bonos), optan por emitir por este esquema más flexible.
- Permite al emisor sondear el mercado con pequeñas cantidades.
- Al ser las euronotas emitidas a través de una subasta, el proceso competitivo de oferta hará que el papel sea emitido al menor costo posible.
- Debido al amplio rango de vencimientos de las euronotas, los inversores pueden encontrar un instrumento financiero que se ajusta a sus requerimientos.

⁵ DIEZ, Luis. MASCAREÑAS, Juan. Ingeniería Financiera. Madrid, 1991. p. 59

1.5.3.2 Desventajas

- Es mas costoso que las otras alternativas en caso de utilización poco frecuente
- Requiere constante monitoreo de las condiciones del mercado

1.6 LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN EL MERCADO DE OBLIGACIONES INTERNACIONALES

Cuando una empresa o institución quiere acudir al mercado internacional, debe tener en cuenta que los prestamistas van a analizar como objetivo final el riesgo de solvencia que la empresa tiene, es decir el riesgo de que el prestatario no pueda pagar los intereses y/o el capital. Según este riesgo, las condiciones como la tasa, el plazo y el mercado donde se realice la emisión tanto de los créditos como de las obligaciones tenderán a cambiar.

El análisis de este tipo de riesgos es desarrollado por diferentes agencias dedicadas exclusivamente a determinar dicho riesgo, quienes para decifrar las capacidades de solvencia, miran aspectos más específicos dentro del análisis financiero. Entre las más conocidas a nivel internacional se encuentran Moody's, Standar & Poor's, Duff & Phelps. Esta última es la única agencia calificadora de riesgo que tiene hasta el momento presencia en Colombia. Actualmente se están adelantando las gestiones para el ingreso de por lo menos una competidora.

La obtención de una calificación le proporciona a la empresa una serie de ventajas, como el prestigio en el sector financiero internacional, lo que

CAPITULO II



ANALISIS DE RIESGO PAIS

2 ANALISIS DE RIESGO PAIS

2.1 GENERALIDADES

En este capítulo se entrará a evaluar la importancia del riesgo país ; qué es, cuáles son sus características y qué factores se deben tener en cuenta al realizar un análisis para determinar el riesgo país.

Después de la crisis de México ocurrida durante 1994 los inversionistas se abstuvieron de invertir en América Latina creando desconfianza e incertidumbre entre los países del área. La situación por la que atravesó México, afectó de manera directa no sólo a éste país, sino a todas aquellas naciones latinoamericanas que se encuentran dentro del grupo de "economías emergentes". Sin embargo es imposible negar que por el mismo hecho de ser países en vía de desarrollo existen un sin número de posibilidades para los inversionistas, y el hecho de que el riesgo se incremente no quiere decir que se dejen de realizar transacciones y operaciones con estos países. Es por eso que se han empezado a realizar análisis más profundos sobre el riesgo en que incurre un inversionista al destinar su dinero en un determinado país de manera que se puedan prever futuros problemas.

De este planteamiento nace la pregunta "Qué es el Riesgo País" y cual es su importancia en la economía actual.

2.2 DEFINICIÓN DE RIESGO PAÍS

La reciente globalización de la economía ha permitido adquirir productos y servicios de otros países con mayor facilidad, razón por la cual se necesita un análisis mas profundo sobre las transacciones a realizar con las diferentes naciones. Uno de los principales componentes del análisis que se comenta y que es necesario realizarlo, se refiere al denominado "Riesgo País".

El riesgo país según Rafael Pampillón puede ser definido en un sentido amplio como *"el riesgo en que concurren las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual"*⁶. De acuerdo con lo dicho por este autor para el análisis del riesgo país se deben tener en cuenta tres condiciones básicas a saber:

- El riesgo soberano es el que se adquiere cuando se negocia directamente con el gobierno o con algunas de sus entidades así como el garantizado por el estado.
- El riesgo de transferencia es la incapacidad de repartir fondos como resultado de la situación económica de un país en un determinado momento.
- Por último el riesgo genérico que es el que se deriva de aspectos externos como lo pueden ser los conflictos sociales, devaluaciones, recesiones etc.

Asi mismo El Riesgo País se puede sintetizar básicamente en dos consideraciones estrechamente relacionadas:

⁶ PAMPILLON, Rafael. GUAJARDO, Jose Luis. Política Exterior. Madrid, 1996. pag. 193.

- La capacidad de pago que está directamente vinculada a la balanza de pagos : surge cuando un país no tiene capacidad suficiente para generar o acceder a las divisas necesarias para poder pagar todas sus deudas, ya sean importaciones de bienes o servicios o bien para el cumplimiento del servicio de las deudas que anteriormente ha contraído. En cuanto a la voluntad de querer realizar dichos pagos, esta depende de consideraciones políticas del momento.
- El riesgo país debe ser un análisis con visión futurista y dinámica con el fin de que el inversor pueda distinguir los peligros a los que se expondrá al elegir un país para realizar sus operaciones. No solo se deben tener en cuenta factores internos sino también factores externos como puede ser la proximidad a un país de continua guerra, u otros factores como los cambios en la economía mundial. Adicionalmente los aspectos para realizar un análisis de un país no siempre serán los mismos para el estudio de otro ya que cada país es un todo independiente y no puede ser considerado en igual medida que el vecino. Por ejemplo Colombia y Ecuador no pueden ser analizados con los mismos parámetros ya que a pesar de que tienen un sistema económico similar las condiciones políticas son diferentes.

Para analizar el riesgo país hay que tener en cuenta diversos aspectos como:

- **Riesgo Político:** Es la buena voluntad de pago de las obligaciones del gobierno las cuales están influenciadas por el sistema político imperante en el país, el ambiente social y las relaciones internacionales.
- **Riesgo económico:** depende de factores como la posición financiera externa, una balanza de pago flexible, estructura y crecimiento económico, políticas económicas implementadas y proyectos a realizar, entre otros.

- **Riesgo de liquidez:** Descubrir si un país puede llegar a tener problemas en un futuro que no le permitan atender sus deudas.
- **Riesgo de solvencia:** Esta estrechamente ligado con el anterior y determinar las causas que pueden conllevar a que el país tenga problemas en el futuro.

2.3 CUANTIFICACIÓN DEL RIESGO PAÍS

Debido a los altos costos en que se incurre para acceder a una calificación por una agencia especializada, actualmente muchas empresas optan por conformar un equipo privado o interno, basado en criterios propios el cual pretende evaluar el riesgo de un segmento específico al cual se pretende dirigir.

Dentro de estos organismos se pueden incluir consultores independientes, departamentos de crédito especializados de los bancos o publicaciones independientes.

A continuación se dará un ejemplo de la forma como algunos analistas económicos evalúan el riesgo país.

El paso inicial es la obtención de un Índice Global de Riesgo (IGR)⁷ que permita comparar a los diferentes países. Rafael Pampillón alcanza este índice mediante la agregación de otros subíndices, teniendo en cuenta su correspondiente peso específico (cuadro No.1)

⁷ PAMPILLON, Rafael. Análisis económico de países. Madrid 1995.

Tipos de índices	Ponderación
Índice político (IP)	40%
Índice económico (IE)	25%
Índice de solvencia (IS)	20%
Índice de liquidez (IL)	15%

Cuadro No. 1

Así mismo para estimar cada uno de estos índices se observan los diferentes factores que afectan su desempeño, asociándolos con un riesgo comprendido entre 0 (muy alto) y 10 (muy bajo). (cuadro No. 2)

Nivel de riesgo	Valoración
Muy Bajo (MB)	10
Bajo (B)	de 8 a 9
Mediano (M)	de 5 a 7
Alto (A)	de 2 a 4
Muy Alto (MA)	de 0 a 1

Cuadro No. 2

El resultado final oscilará entre un valor de 0 a 100, siendo 0 el nivel de riesgo país más elevado y 100 la mejor situación posible. Por otra parte, según los valores obtenidos se realiza la calificación del país. (Cuadro No. 3)

Clasificación del país	Valoración	
País muy seguro	de 80 a 100	Raiting de Inversión
País con riesgo bajo	de 60 a 80	Raiting de Inversión
País con riesgo apreciable	de 40 a 60	Raiting de Inversión
País con riesgo elevado	de 20 a 40	Raiting de Especulación
país muy peligroso	de 0 a 20	Raiting de Especulación

Cuadro No. 3

Este análisis, por sí solo, no puede ser considerado como la mejor alternativa ; deben incluirse factores cualitativos que sin duda serán de gran importancia : la proximidad a unas elecciones, las políticas económicas utilizadas, funcionamiento y eficiencia del sistema financiero entre otras, son variables que unidas con esta valoración, ayudarán al inversionista a tener un mejor criterio sobre la escogencia del país en el que desea realizar sus operaciones.

CAPITULO III

DUFF & PHELPS



Moody's Investors Service

STANDARD
& POOR'S

Ratings & ratings actions.....

DCR

Duff & Phelps Credit Rating Co.

CHICAGO
NEW YORK
LONDON

HONG KONG

AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

3 AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

3.1 GENERALIDADES

Con la reciente globalización de la economía, se crearon para los inversionistas una gran cantidad de oportunidades para realizar operaciones en diferentes países del mundo, así como diferentes sistemas de financiación internacional, mencionados en un capítulo anterior.

Sin embargo esta diversidad de operaciones están estrechamente relacionadas con el desarrollo económico, político y social de cada país, lo cual hace que estas negociaciones estén ligadas a diferentes riesgos los cuales son tan variados como la cantidad de países que hay en el mundo, y se multiplican si se tiene en cuenta la cantidad de agentes que pueden convertirse en emisores dentro de cada país.

Por lo anterior, los inversionistas procuran cubrirse de los diferentes tipos de riesgo a que se verán expuestos.

Para este fin, nacieron las Agencias Calificadoras de Riesgo las cuales otorgan una calificación, sobre la capacidad de un emisor de cumplir puntualmente sus compromisos financieros en cuanto a capitales e intereses. Esta evaluación se traduce en un símbolo, como medio de ayuda al mercado para que este clasifique las distintas emisiones basado en su calidad crediticia.

A nivel internacional las más conocidas son Moody's y Standard and Poor's (S&P). No obstante, existen otras como Duff and Phelps (D&P) y Fitch, al igual que otras especializadas en la evaluación del sector financiero como es IBCA o NAIC especializada en agencias de seguros. Los detalles sobre cada una de estas empresas serán expuestos más adelante.

Por otro lado, publicaciones independientes como Institutional Investor y The Economist Intelligence Unit, periódicamente también emiten criterios personales de calificación de riesgo país. Vale la pena anotar que para una mayor certeza en los análisis de riesgo, los bancos también cuentan con sus propios departamentos de análisis de riesgo de crédito.

3.2 RESEÑA HISTORICA

Las Agencias Calificadoras de Riesgo se originaron en "Estados Unidos hacia finales del siglo pasado cuando Louis Tappan establece en Nueva York la primera agencia de crédito mercantil, a raíz de la crisis financiera de 1837"⁸.

-En 1849 Jhon Bradstreet funda una agencia similar, y publica un libro de calificaciones en 1857.

-En 1859 Robert Dun adquiere la agencia de Louis Tappan y publica la primera guía de calificaciones en este año.

-A comienzos de este siglo, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras

⁸ Duff & Phelps, Credit Rating Co. Bogotá, 1996.

de obligaciones (bonos), por lo cual en 1909 John Moody comienza a calificar los bonos emitidos por estas empresas.

-En 1916 Poor's Publishing Co (Henry Poor) publica su primera calificación.

-En 1919, la actividad de calificación de riesgo se amplió a deudas soberanas de países como Francia, Gran Bretaña, Italia, Japón y China hasta alcanzar el cubrimiento global de asignación de calificaciones a todo tipo de emisiones privadas, públicas y soberanas. La popularidad y la aceptación de las calificaciones por parte del público llevaron a otros países a adoptar el sistema de calificación de riesgos.

-En 1922 Standard Statistics Bureau inicia operaciones y publica su primera calificación.

-En 1924 Fitch Publishing Co. emite su primera calificación.

-En 1932 George Duff y William Phelps (Duff & Phelps) comienzan a evaluar los riesgos de inversión en las entonces emproblemas empresas de energía eléctrica.

-En 1933 se fusionan las agencias de Robert Dun y John Bradstreet. Nace Dun & Bradstreet, calificadora de créditos comerciales.

-En 1941 se fusionan Standard Statistics y Poor's publishing Co. Nace Standard & Poor's.

-En 1945 se funda Duff, Anderson & Clark.

- En 1962 Dun & Bradstreet adquiere a Moody's Investor Service.
- En 1970 se quiebra la Penn Central Transportation CO. e incumplen obligaciones de papeles comerciales por US\$80 MM calificados como "Prime" por la National Credit Office, una división de Dun & Bradstreet.
- En 1972 se funda la primera agencia calificadora por fuera de Estados Unidos, Canadian Bond Rating Services, en Montreal, Canadá.
- En 1974 se fusionan Duff & Phelps y Duff, Anderson & Clark.
- En 1975 se funda McCarthy, Crisanti and Maffei (M.C.M), especializada en calificar bonos de alto rendimiento (Junk Bonds).
- En 1991 Duff & Phelps absorbe a M.C.M
- En América Latina sólo en Chile (1985) México (1989), Colombia(1991) y Argentina (1993) se han establecido el sistema de calificación.

3.3 CARACTERISTICAS

Las Agencias Calificadoras de Riesgo tienen dos objetivos claros a saber:

- Desde el punto de vista del inversionista, le sirven para darle de un elemento importante en la toma de una decisión que le permita involucrar el factor de riesgo y compararlo fácilmente con el de otras alternativas de inversión

- Para el emisor de valores representa una herramienta para obtener mejores condiciones financieras en la colocación de sus títulos, así como proyectar la imagen de la empresa lo cual puede favorecer sus condiciones crediticias y de mercado.

La calificación varía de nomenclatura según la evaluadora y refleja entre otros aspectos, la habilidad y deseo de un emisor para repagar deuda públicamente emitida de manera periódica indicando el servicio de dicha deuda y pago de principal proyectados al futuro.

Para este fin, los análisis de crédito por lo general se dividen en dos tópicos principales: riesgo político y riesgo económico. El riesgo político se refiere al deseo de un emisor soberano de pagar su deuda a tiempo. El deseo es de vital importancia y distingue a este tipo de emisores de otros, dado que un gobierno puede decidir por razones políticas, no pagar su compromiso a pesar de contar con los recursos para hacerlo. El riesgo económico depende de factores como la posición financiera externa, una balanza de pago flexible, estructura y crecimiento económico, políticas económicas implementadas y proyectos a realizar, entre otros.

Hoy en día casi ninguna emisión de títulos valores accede, al mercado internacional sin las consabidas calificaciones de emisor y/o emisión. Para esto, es necesario hacer énfasis en la diferencia existente entre el concepto de calificación de riesgo país y calificación de las emisiones.

Las emisiones de títulos de deuda pública por lo general son efectuadas por los estados, por lo que los países para poder tener acceso a los recursos financieros del exterior deberán solicitar una calificación del riesgo país a una de las evaluadoras especializadas, la cual adelantará un estudio general.

Se puede llegar a dar el caso de un emisor y/o emisión que sea calificada por una agencia sin su previa solicitud.

Esto se da si:

- La agencia considera la importancia de recomendarle como inversión a sus clientes una emisión con flujos prometedores. Este efecto es conocido como "implied rating" o calificación impuesta.
- Los inversionistas, dada una buena rentabilidad propuesta por un emisor no calificado, solicita el concepto a dichas agencias.

Según el concepto de "Sovering Bench Mark", y de acuerdo al criterio común de las principales agencias calificadoras de riesgo, ninguna entidad pública ni privada podrá tener una emisión de títulos cuya calificación internacional este por encima de esta base soberana, ya que se considera que los estados son riesgo cero y ninguna empresa puede obtener un crédito mejor.

No obstante puede suceder que se otorguen calificaciones iguales a las del país, o incluso superiores, en el caso de que la calificación haya sido otorgada por una agencia nacional o una filial de una internacional, tomando como base para la calificación las empresas del país.

Otra razón más radical es que ninguna empresa pública o privada es lo suficientemente fuerte como para no verse afectada por el pago de intereses y capital por regulaciones nacionales internas sobre el libre flujo de divisas o la escasez de las mismas. Hay una excepción a la regla: es el caso en que la emisión sea respaldada por activos o flujos de capital en moneda extranjera.

Con el fin de no deteriorar la calificación de un país no debe el Ministerio de Economía (Ministerios de finanzas o Hacienda y Crédito Público) permitir que

una emisión de una entidad paraestatal con posibilidad de ser calificada por debajo del "Bench Mark" sea ofrecida en el mercado. Sin embargo puede ocurrir que el estado emita en un mercado como el Dragón, que a pesar de deteriorar el posicionamiento internacional que tiene el país, le brinda menores costos.

Así, este parámetro soberano deberá ser el objetivo al cual deban aspirar todas las demás emisiones de las entidades públicas nacionales y privadas por igual.

A pesar de que cada agencia cuenta con una nomenclatura diferente, sí se puede diferenciar una división común de criterios de calificación de emisiones. La diferencia principal es la división entre Grado Inversionista (Investment Grade) y Grado Especulativo (Speculative Grade).

Las emisiones dentro del Grado Inversionista se consideran como aquellas que no representan mayores riesgos de incumplimiento. Se considera que bajo este grado se está efectuando una inversión prudente

Las emisiones dentro del Grado Especulativo, presentan factores de riesgo que podrían llevar en mayor o menor medida al incumplimiento en el pago de interés o capital.

Con el fin de que la emisión pueda tener la oportunidad de acceder a un mayor número de inversionistas, se recurre a que dichas emisiones sean calificadas por dos o más Agencias Calificadoras internacionalmente conocidas como puede ser el caso de Standard & Poor's y Moody's.

Sin embargo debido a que dichas agencias utilizan diferentes parámetros en la evaluación, se puede dar el caso comúnmente denominado "split rating" en el cual una de ellas otorgue una calificación en Grado Inversionista y la otra

en Grado Especulativo por lo cual la emisión quedaría bajo cierto grado de incertidumbre.

Ante esta situación se puede acceder a la calificación de una tercera agencia, para que ratifique una de las dos posiciones eliminando automáticamente la validez de la opuesta (por lo general esta calificación de desempate la realiza Duff and Phelps, catalogada en importancia como la tercera Agencia Calificadora de Riesgos)

3.4 SERVICIOS OFRECIDOS POR LAS AGENCIAS CALIFICADORAS

Los siguientes son los servicios que en términos generales ofrecen la mayoría de las Agencias Calificadoras de Riesgo.

- Calificaciones al país o entidades públicas durante un año.
- Actualización de calificaciones.
- Contratos de cobertura ampliada de servicios que abarcan al país y entidades paraestatales varias por periodos de más de dos años, con contratos independientes .
- Servicio de información periódica sobre :
 - Nuevas emisiones en el mercado internacional de valores.
 - Calificaciones nuevas
 - Actualización de calificaciones.
 - Notas informativas del desarrollo de los "spreads" o fluctuaciones de las cotizaciones de las emisiones e información política y económica trascendental de los países calificados entre otros.

3.5 PROCESO DE CONTRATACION

Probablemente uno de los obstáculos mas difíciles de superar para la consecución de una calificación por parte de una de estas Agencias especializadas, es el proceso de contratación, el cual va ligado al mismo proceso de emisión y lleva implícitos una serie de procedimientos que lo encarecen y lo hacen demasiado dispendioso.

No obstante lo anterior, los beneficios que se logran con la calificación justifican plenamente este proceso.

3.5.1 Etapas del proceso de emisión

Cinco etapas se han diseñado para que el proceso de contratación y emisión se desarrolle armónicamente.

3.5.1.1 Etapa previa

Durante esta etapa se deben seguir los siguientes pasos :

1. Obtener la Resolución de autorización de la emisión.
2. Suscribir la Carta de Mandato. (la envía el banco mientras el emisor hace las consideraciones definitivas)
3. Elaborar el prospecto de la emisión, compuesto de una parte financiero-económica y una parte legal (*terms & conditions*). Su consecución se obtiene con las conferencias político-económicas (*due diligence*) y cuya

información se debe enviar para registro (*listing*) en la respectiva /s Bolsa/s.

4. Firmar el contrato, el cual de acuerdo con el mercado que se escoja contendrá :

- a) EUROBONO: Agente fiscal. (*fiscal agent*)
 Agente pagador. (*paying agent*), que puede ser el mismo agente fiscal
 Suscripción (*underwriting*)
- b) YANKEE: Agente fiscal (*fiscal agent*)
 Agente pagador (*paying agent*), que puede ser el mismo agente fiscal
 Suscripción (*underwriting*)
- c) SAMURAI: Agente pagador (*paying agent*)
 Suscripción (*underwriting*)
 (*commission company for bond holders*)
 (*recording agency agreement*)

5. Cierre con reunión en el banco del agente fiscal o del suscriptor (*underwriter*) para legalizar anexos, contratos, hora, fecha y demás adendos con respecto a la entrega del dinero, junto con el respectivo recibo de comprobación.

3.5.1.2 Primera etapa

1. Firma de carta de mandato. (*mandate letter*)
2. Prospecto de emisión. (*offering circular*)
3. Selección de abogados(*counsel*) nacionales e internacionales.
4. Compilación actualizada de información económica y financiera.

5. Envío de cuestionario de la diligencia de cumplimiento (*due diligence*) al emisor.
6. Primer borrador de términos y condiciones, acuerdo de suscripción y escritura de la emisión. (*terms & conditions, underwriting and trust deed*)
7. Selección del principal agente pagador. (*paying agent*)
8. Borrador del acuerdo de corresponsalía elaborado por los abogados del agente de cambio (*dealer*) y distribuido al emisor, agentes pagadores y sus respectivos abogados.
9. **Iniciación del proceso de calificación de valores y solvencia financiera. (rating process)**

En este proceso se incluyen los siguientes pasos:

- *Solicitud de calificación y firma del contrato.*
 - *Entrega de la información financiera-económica histórica de los últimos 5 años.*
 - *Análisis de la información.*
 - *Visita a las instalaciones.*
 - *Validación de las proyecciones.*
 - *Entrevista con los funcionarios.*
 - *Sesión interna del comité de Calificación.*
 - *Asignación de la calificación.*
 - *Comunicación a la empresa de la calificación asignada.*
 - *Vigilancia y seguimiento por parte de analista responsable y del comité de calificación.*
10. Nombramiento de un ordenador (*arranger*) del programa de emisión por parte del Emisor.
 11. Establecimiento del precio indicativo (*indicative pricing*) y definición del contrato de "underwriting"

12. Tanto el emisor como el ordenador (*arranger*) seleccionan un agente pagador, fiscal, emisor (*paying, fiscal and issuing agents*) y un representante legal (*legal counsel*) del emisor.
13. Preparación por parte del Ordenador y su representante legal del primer borrador del acuerdo de cambio y de agencia especificando las obligaciones legales del emisor. Estos documentos son entregados posteriormente al agente emisor, pagador y fiscal.
14. Envío por parte del Ordenador de una agenda para las reuniones de la diligencia de cumplimiento (*due diligence*).
15. Preparación por parte del Emisor de información basada en la agenda de la diligencia de cumplimiento.

3.5.1.3 Segunda etapa

1. Adelantar reuniones sobre la diligencia de cumplimiento en el país del emisor.
2. Completar los requisitos exigidos por el gobierno nacional para la aprobación de la emisión.
3. Realizar viaje para la diligencia de cumplimiento.
4. Adelantar la negociación de documentos en borrador.
5. **Repartir la documentación a los agentes de cambio (*dealers*) y agencias calificadoras (*rating agencies*) para sus comentarios.**
6. Diligencia de cumplimiento (*due diligence*) para familiarizar al ordenador (*arranger*) con la capacidad del emisor para servir la deuda.
7. Conseguir las aprobaciones locales y corporativas. (*local and corporate approvals*)
8. Aplicar para obtener la calificación NAIC. (*National Association of Insurance Companies*)

9. Entrega por parte del Ordenador (arranger) de un nuevo borrador del prospecto de emisión (*offering circular*) incorporando una descripción sobre el emisor.
10. Entrega del emisor al ordenador (arranger) de los comentarios acerca de los documentos legales y el prospecto de emisión (*offering circular*).
11. Preparar borrador del prospecto del programa de emisión (*offering circular*).
12. Elaborar comentarios acerca de la documentación.
13. Repasar y comentar el borrador del prospecto del programa de emisión (*offering circular*).

3.5.1.4 Tercera etapa

1. Firmar y concluir los documentos auxiliares. (*legal opinions, closing certificates, auditors revised two parties report and additional comments*)
2. Comentarios finales sobre el contrato de suscripción (*underwriting agreement*) y la escritura de emisión. (*trust deed*)
3. Borrador del viaje de reconocimiento. (*road show*)
4. Impresión del prospecto informativo preliminar de la emisión
5. Impresión del programa de mercadeo
6. Comentarios finales acerca del viaje de reconocimiento. (*road show*)
7. Distribución de los documentos de mercadeo
8. Presentaciones en el viaje de reconocimiento. (*road show*)
9. Transacciones de premercadeo y presindicación de la transacción.

3.5.1.5 Cuarta etapa

1. Firma del programa.
2. Impresión y distribución de la copia final y definitiva del programa de emisión.

3. Firma del contrato de suscripción (*underwriting agreement*) lanzamiento (launch) Por qué entre paréntesis
4. Cierre del proceso

3.6 RELACIONES AGENCIA - EMISOR

Los costos en que se incurre por ser calificado por empresas calificadoras de prestigio como Standard & Poor's o Moody's fluctúa de acuerdo con: el emisor, el monto de la emisión, el tipo de títulos valores a emitir, el período sobre el cual se vaya a calificar, o si son paquetes "umbrella", es decir varias emisiones de un mismo país o empresa para calificar.

Los contratos que se realizan entre las entidades o países emisores y las agencias calificadoras de riesgo varían de acuerdo a las necesidades de cada cliente; por esta razón la participación de estas dos partes es permanente y proactiva para poder llegar al contrato final el cual servirá de guía para los venideros.

En los países y las entidades públicas o dependientes, este tipo de contratos se llevan a cabo por intermedio del Ministerio de Hacienda (también conocido como Ministerio de Finanzas o Ministerio de Economía).

El mismo tipo de contrato se utiliza no solo para las entidades públicas, dependientes y países, sino para emisiones específicas y programas continuos de emisión. Por ejemplo una emisión en dólares en el mercado "Yankee", o un programa continuo como lo es un E.M.T.N. (European Mid Term Note). Para este caso, se le debe enviar a las calificadoras una copia del prospecto preliminar de emisión compendiado luego de una visita informativa que realiza la agencia calificadora al país del calificado para obtener los datos cuantitativos y cualitativos pertinentes para la calificación y

en la cual también participan el ordenador (Arranger), los agentes de cambio (Dealers) y los abogados involucrados dentro del programa de emisión.

Hay que tener en cuenta que usualmente se pactan unos gastos de viaje y alojamiento que deben ser incluidos dentro del contrato.

Los países o emisores deben mantener un constante y óptimo flujo de información con las agencias, manteniéndolas informadas de cualquier tipo de noticias de manera que puedan irse anotando en el portafolio de revisión. De igual manera esta información sirve como soporte técnico a las futuras emisiones ahorrando muchas veces los costos de la visita de la calificadora al país del emisor.

3.7 SERVICIOS COMPLEMENTARIOS DE LOS MERCADOS

Con el fin de agilizar el proceso de contratación y emisión se han creado empresas que facilitan los contactos entre emisor y Agencia Calificadora. Estas empresas se denominan genéricamente, Global Investor Advisors.

3.7.1 Global Investor Advisors

Se pueden definir como empresas especializadas en asesorar cómo se debe llevar a cabo el acercamiento efectivo con las calificadoras, lo cual implica entre otros aspectos, la preparación del personal de las empresas emisoras que se debe reunir con las calificadoras, elaboración de presentaciones, entrevistas y otros servicios que consumen mucho tiempo pero que suelen ser la razón para que en teoría se acceda mas fácilmente a la calificación teniendo en cuenta la experiencia laboral que tienen los asesores de este tipo

de empresa al haber trabajado directamente en las más reconocidas agencias de calificación de riesgo.

No obstante los costos de este servicio suelen ser muy altos, más aún si se adicionan a los costos fijos que conlleva la emisión.

Independiente a las anteriores, los mismos bancos de inversión implicados en el proceso de la emisión ya sea como líder de una emisión (lead managers) o sub-líderes (co-leads); brindan como servicio gratuito de asesoría sus especializados departamentos de análisis de riesgo crediticio. Ejemplo de esto son los "Credit Advisor Departments" de Merrill Lynch o Goldman Sachs entre otros, que realizan una estrategia conducente a asesorar al emisor en cuanto al enfoque de presentación de sus informes ante las calificadoras a fin de minimizar el riesgo de una mala evaluación, y por ende lograr un mejor posicionamiento de la emisión que ellos gestionarán.

3.7.2 Financiaciones externas para la contratación de las agencias

Debido a lo extenso y costoso del proceso de emisión, los países en vía de desarrollo o emergentes suelen acceder a organismos de cooperación internacional que les pueden brindar apoyo económico para la financiación del proceso de calificación de riesgo.

A pesar de estas ayudas económicas de tipo "no reembolsable", los costos suelen ser tan elevados que la entidad o el Estado interesado deben pagar el excedente no cubierto por entidades como la Corporación Andina de Fomento, la cual tiene establecidos los siguientes requisitos para el desembolso :

- Entrega por parte del país o entidad a calificarse, de los borradores de los contratos que se elaboran con las calificadoras, a los abogados de la C.A.F.. (Una vez se cuenta con este tipo de cooperación, se suele seguir solicitando para programas de actualización de las calificaciones tendientes a incrementar la misma).
- Una vez esto se lleve a cabo, y la revisión final sea aprobada por las tres partes (a saber país o entidad - C.A.F. - calificadora de riesgo), se procederá a la firma de los mismos y al envío de una copia a la C.A.F. para que esta se disponga a hacer los desembolsos correspondientes. Puede suceder que el desembolso cubra el 100% del costo de calificación

3.8 PRINCIPALES AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

3.8.1 Standard & Poor's (S&P)

3.8.1.1 Calificación de Riesgo

S&P es la agencia calificadora de riesgo más conocida en el mundo y es de origen norteamericano. Sus calificaciones las clasifica con una combinación de letras y signos.

Dentro de las diferentes calificaciones existe una división entre las que son "investment grade" o grado de inversionista y las que son "speculative grade" o grado especulativo, los cuales fueron explicados anteriormente.

Luego de otorgada cada calificación, el país puede solicitar un "up date" o revisión, de la cual pueden surgir tres posibilidades a saber : perspectiva negativa (negative outlook), estable (stable outlook) o positiva (positive outlook"). Esto quiere decir que la agencia estará dispuesta según la revisión, a mantener, reducir o mejorar la calificación de la emisión o del país. (Para reducir la calificación no suelen tomar más de seis meses, mientras que para incrementarla tardan hasta dos años).

3.8.1.2 Criterios de calificación

S&P revisa generalmente dentro de las variables económicas estándares habituales, el que el país emisor esté "reflejando una política fiscal conservadora, reducción de los niveles de inflación y la búsqueda de una mayor liberalización del comercio que se reflejen en las finanzas públicas y la balanza de pagos".

Adicionalmente siempre se preocupa por factores como la violencia interna, corrupción administrativa y demás factores desestabilizadores del sistema político y degeneradores del desarrollo económico.

Las calificaciones de S&P expresan una cuantificación de "la voluntad y habilidad del gobierno para pagar la deuda públicamente emitida de una manera puntual, dados diversos riesgos políticos y económicos respectivamente".

3.8.1.3 Metodología

La metodología utilizada por Standard & Poor's se basa principalmente en dos aspectos importantes a saber:

- **Riesgo Político**

Dentro del riesgo político se pueden encontrar diversos factores como:

Sistema Político: dentro del cual se incluyen la capacidad de reacción frente a cambios en los principales indicadores económicos, el sistema de gobierno, el liderazgo y estabilidad política, la adaptabilidad del gobierno y sus instituciones a cambios político-sociales, el grado general de consenso gubernamental sobre temas políticos, económicos y sociales, el nivel de participación del gobierno en el proceso político, el grado de centralización de las funciones de toma de decisiones y las características y relaciones de los principales partidos políticos.

Ambiente Social: dentro del cual se encuentran el nivel de vida, la riqueza, la distribución del ingreso, las condiciones del mercado laboral, la estructura, fortaleza y grado de politización de los sindicatos, el crecimiento, las características culturales y demográficas de la población, la densidad de la población por regiones, el nivel de educación e índice de analfabetismo, la urbanización y las diferencias religiosas, culturales y raciales.

Relaciones Internacionales: se incluyen las relaciones con países vecinos, el nivel de integración con el sistema económico internacional, las relaciones con organismos internacionales, la inestabilidad política y la estabilidad o riesgo de seguridad interna/externa.

- **Riesgo Económico**

En cuanto al riesgo económico S&P tiene en cuenta los siguientes aspectos:

Posición Financiera Externa: integra el tamaño y estructura de la deuda externa bruta y neta, la participación del servicio de la deuda en las cuentas nacionales y las reservas internacionales.

Flexibilidad de la Balanza de Pagos: dentro de la que se encuentra, la estructura de la cuenta corriente, la composición de los flujos de capital, y la habilidad de negociadores para manejar pagos externos.

Estructura Económica y Crecimiento: los cuales son los recursos naturales internos, niveles de desarrollo y diversificación económica, el tamaño y composición del ahorro y la inversión y los ratios de crecimiento económico.

Administración de la Economía: dentro de los cuales se destacan el deseo y habilidad para asegurar estabilidad económica la efectividad de política de ingresos, monetaria y fiscal y las reformas económicas estructurales.

Proyecciones Económicas: se tienen en cuenta las proyecciones económicas del largo plazo (incluyendo escenarios fatalistas) y los costos de recortes presupuestales.

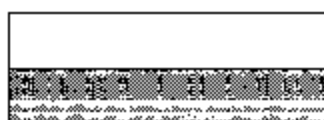
3.8.1.4 Nomenclatura utilizada por Standard & Poor's

Datos a Abril 10 de 1997

Calificación	Países	Criterios	Equivalencia con Moody's
AA	Austria, Francia, Noruega, Alemania, Japón, USA,	Emisiones con respaldo suficiente para dar óptima capacidad de pago de principal y cupones.	Aaa
AA+	Bélgica, Taiwan, Canadá, Dinamarca	Emisiones con respaldo algo más débil que el anterior.	Aa
AA	Australia, Finlandia, Irlanda	Emisiones con respaldo algo más débil que el anterior.	Aa
AA-	Portugal, Corea	Emisiones con respaldo algo más débil que el anterior.	Aa
A+	Islandia, Malasia, Malta	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país.	A
A	Hong Kong, Tailandia, República Checa	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país.	A
A-	Chile, Israel	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país.	A
BBB+		Emisiones con respaldo muy susceptible a los cambios según situación del país.	Baa
BBB	Indonesia, China, Qatar	Emisiones con respaldo muy susceptible a los cambios según situación del país.	Baa
BBB-	Grecia, Colombia, Egipto, Polonia, Hungría	Emisiones con respaldo muy susceptible a los cambios según situación del país.	Baa

BB+	Filipinas, India, Uruguay, Panamá	Emissiones con respaldo ligado a factores especulativos susceptible a cambios según situación del país.	Ba
BB	El Salvador, México, Argentina	Emissiones con respaldo ligado a factores especulativos susceptible a cambios según situación del país.	Ba
BB-	Paraguay, Rumania, Brasil, Libano, Rusia	Emissiones con respaldo ligado a factores especulativos susceptible a cambios según situación del país.	Ba
B	Turquía, Venezuela	Emissiones que carecen de características propias para la inversión ("speculative grade") con respaldo ligado a factores especulativos que le restan seguridad al pago de principal e intereses.	Ba
CCC		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	Ba
CC		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	Ba
C		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	Ba
CU		Reservado para bonos por ingresos en donde no hay pago de intereses.	Ba
D		Deuda o empeor que está en mora por incumplimiento de pago de principal y/o intereses en las fechas de redención y vencimiento respectivamente.	Ba

N.R.	Se refiere a una calificación imprecisa sin solicitud previa del emisor. Emisión no calificada ("not rated").
--------------------	--



Grado de Inversionista

Grado Especulativo

Letras: Posición dentro de una categoría : (A = *Bueno* ; B = *Malo*)

Signos: Calificación dentro de una posición : (+ = *alto* ; - = *bajo*)

Perspectivas: Dirección potencial de la calificación de una emisión o estado, previo re-análisis del emisor o país. (Esto no significa que por estar en observación necesariamente se incremente o reduzca la calificación):

Positiva = Que la calificación es viable de ser incrementada.

Negativa = Que la calificación es viable de ser reducida.

Estable = Que la calificación no es viable para el cambio.

Desarrollo = Que la emisión y/o emisor pueden subir o bajar en la escala.

N.M. = Datos sin relevancia.

3.8.2 Moody's

3.8.2.1 Calificaciones de Riesgo

Moody's es la segunda agencia calificadora de riesgo más conocida y es norteamericana. Sus calificaciones las clasifica con una combinación de letras mayúsculas, minúsculas y números.

Igual que la agencia anterior, luego de otorgada cada calificación, el país puede solicitar un "up date" o revisión, de la cual pueden surgir tres

posibilidades a saber : perspectiva negativa (negative outlook), estable (stable outlook) o positiva (positive outlook").

Dentro de las diferentes calificaciones existe una división entre las que son "investment grade" o grado de inversionista y las que son "speculative grade" o grado especulativo. El grado especulativo se refiere a aquellas emisiones o países que tienen elementos especulativos y por ende no se les puede asegurar un futuro promisorio. Usualmente el respaldo que le dan al pago de principal e intereses es muy moderado y por ende no es seguro.

3.8.2.2 Criterios de Calificación

Moody's revisa generalmente dentro de las variables económicas estándares habituales, el que el país emisor esté reflejando una política fiscal conservadora, reducción de los niveles de inflación y la búsqueda de una mayor liberalización del comercio que se reflejen en las finanzas públicas y la balanza de pagos.

Adicionalmente siempre existe una enorme preocupación acerca de factores como la violencia interna, corrupción administrativa y demás factores desestabilizadores del sistema político y degeneradores del desarrollo económico.

Las calificaciones de Moody's expresan una cuantificación de "la voluntad y habilidad del banco central, para hacer disponibles recursos en moneda extranjera con el objeto de servir la deuda"⁹, ya que el repago se puede describir como la habilidad en la consecución de problemas estructurales, anomalías o rigideces que puedan apuntar a vulnerabilidades en el largo plazo sobre el patrón de un país para generar riqueza. Así, su aproximación

⁹ Moody's Investor Services, Junio 1996

al concepto de riesgo soberano difiere de la de otras calificadoras pues ésta considera que no se puede basar un análisis efectivo en la sola observación de indicadores y ratios políticos y económicos (a pesar que igual que sus competidores, Moody's no deja de lado el análisis de las variables políticas, económicas, sociales y culturales estándares.

3.8.2.3 Metodología

- **Riesgo Político y Social**

Estabilidad de la actual estructura del sistema político, combinado con factores sociales que representen conflictos potenciales.

Economía General : Composición de la producción y concentración industrial, nivel y tipos de tecnología, recursos naturales y medios de explotación, dependencia estructural en un sector exportador/importador, flujos de capital externo y programas de austeridad.

Deuda Externa : Nivel de endeudamiento en moneda extranjera por residentes y no residentes. Igualmente se evalúa la deuda neta (expresada como la diferencia entre obligaciones en moneda extranjera menos activos extranjeros) al igual que otros ratios relacionados con el nivel de endeudamiento.

- *Balance de Cuenta Corriente* : Proyecciones sobre el balance de cuenta corriente observando detalladamente : competitividad de las exportaciones, capacidad de utilización (demanda) mundial de las principales exportaciones, políticas laborales, términos y condiciones de intercambio, presiones relativas sobre la demanda doméstica y externa, fluctuaciones relativas en los costes del país

con respecto a sus principales competidores comerciales, y fluctuaciones en la tasa de cambio.

Financiación del Déficit Estatal: Deseo externo de invertir en el país emisor ya sea mediante capital o bienes de capital (inversión directa/indirecta).

Deuda del Corto Plazo: Existencia de diferencias en los periodos de maduración de las obligaciones contraídas y el respectivo soporte financiero que impida una crisis económica.

Parámetros de Política Económica: Independencia del banco central, existencia de grupos de presión desestabilizadores del régimen actual, viabilidad del corto y largo plazo para la implementación de proyectos de política económica y existencia de una estructura legal promueva el libre comercio y la inversión de capital.

- **Otros Factores**: Relaciones con organismos internacionales que permitan el acceso a nuevas fuentes de financiamiento y cumplimiento histórico del servicio de la deuda externa.

3.8.2.4 Nomenclatura utilizada por Moody's**Abril de 1997**

Calificación	Países	Criterios	Equivalencia con S&P
Aaa	Austria, Francia, Alemania, Japón, Holanda	Emisiones con la mejor calidad ("best quality") posible de respaldo. Suficiente para dar óptima capacidad de pago de principal y cupones.	AAA
Aa1	Bélgica, Dinamarca, Noruega, Finlandia, Nueva Zelanda, Noruega	Emisiones con alta calidad ("high grade") respaldo algo más débil que el anterior especialmente con fluctuaciones posibles de las condiciones básicas en el largo plazo.	AA
Aa2	Australia, España, Canadá, Irlanda,	Emisiones con alta calidad ("high grade") respaldo algo más débil que el anterior especialmente con fluctuaciones posibles de las condiciones básicas en el largo plazo.	AA
Aa3	Singapur, Italia,	Emisiones con alta calidad ("high grade") respaldo algo más débil que el anterior especialmente con fluctuaciones posibles de las condiciones básicas en el largo plazo.	AA
A1	Corea, Portugal, Islandia, Malasia,	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país ("upper-medium grade"). Brindan adecuados factores de seguridad para pago de principal y cupones, existiendo leve riesgo de impago en el largo plazo.	A
A2	Tailandia, Malta,	Emisiones con respaldo susceptible a	A

		cambios según situación del país ("upper-medium grade"). Brindan adecuados factores de seguridad para pago de principal y cupones, existiendo leve riesgo de impago en el largo plazo.	
A3	Hong Kong, China, Israel	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país ("upper-medium grade"). Brindan adecuados factores de seguridad para pago de principal y cupones, existiendo leve riesgo de impago en el largo plazo.	A
Baa1	Chile, Grecia, Kuwait	Emisiones con respaldo ni muy asegurado ni muy riesgoso ("medium grade"). Brindan factores de seguridad para pago de principal y cupones adecuados pero no totalmente fiables al largo plazo.	BBB
Baa2	Islas Mauricio, Qatar	Emisiones con respaldo ni muy asegurado ni muy riesgoso ("medium grade"). Brindan factores de seguridad para pago de principal y cupones adecuados pero no totalmente fiables al largo plazo.	BBB
Baa3	Colombia, Croacia, Hungría, India, Indonesia, Polonia	Emisiones con respaldo ni muy asegurado ni muy riesgoso ("medium grade"). Brindan factores de seguridad para pago de principal y cupones adecuados pero no totalmente fiables al largo plazo.	BBB
Ba1		Emisiones con respaldo ligado a factores especulativos ("speculative grade") que	BB

		los hacen poco fiables. El pago de principal y cupones es riesgoso durante buenos y malos tiempos del corto y largo plazo.	
Ba2	Barbados, Egipto Lituania, México Rusia	Emissiones con respaldo ligado a factores especulativos ("speculative grade") que los hacen poco fiables. El pago de principal y cupones es riesgoso durante buenos y malos tiempos del corto y largo plazo.	B3
Ba3	Jordania Rumania	Emissiones con respaldo ligado a factores especulativos ("speculative grade") que los hacen poco fiables. El pago de principal y cupones es riesgoso durante buenos y malos tiempos del corto y largo plazo.	B3
B1	Argentina, Brasil	Emissiones que carecen de características propias para la inversión ("speculative grade") con respaldo ligado a factores especulativos que le restan seguridad al pago de principal e intereses.	B
B2	Pakistan, Perú	Emissiones que carecen de características propias para la inversión ("speculative grade") con respaldo ligado a factores especulativos que le restan seguridad al pago de principal e intereses.	B
B3	Bulgaria	Emissiones que carecen de características propias para la inversión ("speculative grade") con	B

		respaldo ligado a factores especulativos que le restan seguridad al pago de principal e intereses.	
Caa		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	CCG
Ca		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	CC
C		Pésimas garantías ("poor standing") pues es muy seguro que presenten impago de principal e intereses.	C
1,2 ó 3			Más (+) o Menos (-)
Q		Reservado para bonos por ingresos en donde no hay pago de intereses.	
D		Deuda o emisor que está en mora por incumplimiento de pago de principal y/o intereses en las fechas de redención y vencimiento respectivamente.	
I		Se refiere a una calificación impuesta sin solicitud previa del emisor.	
N.R.		Emisión no calificada ("not rated").	



Grado de Inversionista

Grado Especulativo

Letras: Posición dentro de un categoría. (A = Bueno ; B = Malo)

Números: Calificación dentro de una posición. (1 = alto ; 3 = bajo)

Perspectivas: Dirección potencial de la calificación de una emisión o estado, previo re-análisis del emisor o país. (Esto no significa que por estar en observación necesariamente se incremente o reduzca la calificación):

Positiva = Que la calificación es viable de ser incrementada.

Negative = Que la calificación es viable de ser reducida.

Estable = Que la calificación no es viable para el cambio.

Desarrollo = Que la emisión y/o emisor pueden subir o bajar en la escala.

N.M. = Datos sin relevancia.

3.8.3 Duff & Phelps

3.8.3.1 Calificación de Riesgo

D&P es la tercera agencia calificadora de riesgo más conocida y es norteamericana. Sus calificaciones las clasifica con una combinación de letras mayúsculas y minúsculas.

Es reconocida por desempatar calificaciones opuestas “split ratings” entre S&P y Moody’s. Dada la similitud de sus criterios y nomenclatura de calificación con los de S&P ; por lo general estos empates suelen dirimirse a favor de la calificación otorgada por S&P.

Igual que la agencia anterior, luego de otorgada cada calificación, el país puede solicitar un revisión. De esta, pueden surgir tres posibilidades dentro de la calificación anteriormente adjudicada a saber: negativo, estable o positiva.

Al igual que las otras dos agencias D&P existe una división entre las que son grado de inversionista y las que son grado especulativo.

3.8.3.2 Criterios de Calificación

D&P revisa generalmente dentro de las variables económicas estándares habituales, el que el país emisor esté reflejando una política fiscal conservadora, reducción de los niveles de inflación y la búsqueda de una mayor liberalización del comercio que se reflejen en las finanzas públicas y la balanza de pagos.

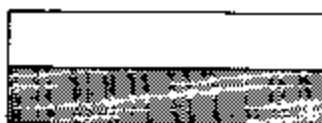
Adicionalmente siempre existe una enorme preocupación acerca de factores como la violencia interna, corrupción administrativa y demás factores desestabilizadores del sistema político y degeneradores del desarrollo económico.

3.8.3.3 Nomenclatura utilizada por Duff & Phelps

Abril 10 de 1997

Calificación	Países	Criterios	Equivalencia con Moody's
AAA	Austria, Francia, Alemania, Japón, USA,	La más alta calidad crediticia. Factores de riesgo prácticamente inexistentes	Aaa
AA+	Bélgica, Taiwan, Canadá, Dinamarca	emisiones con muy alta calidad crediticia. Factores de protección muy fuertes. Riesgo modesto que puede variar ligeramente en forma ocasional por las condiciones económicas	Aa
AA	Australia, Finlandia, Irlanda	Emisiones con respaldo algo más débil que el anterior.	Aa
AA-	Portugal, Corea	Emisiones con respaldo algo más débil que el anterior.	Aa
A+	Islandia, Malasya, Malta	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, En periodos de bajas en la actividad económica los riesgos mayores y más variables	A
A	Hong Kong, Tailandia, República Checa	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país.	A
A-	Chile, Israel	Emisiones con respaldo susceptible a cambios según situación del país.	A
BBB+		factores de protección al riesgo inferiores al promedio pero suficientes para una inversión prudente. Variabilidad considerable en el riesgo	Baa

		durante los ciclos económicos que pueden hacer fluctuar la calificación	
BBB	Indonesia, China, Qatar	Emisiones con respaldo muy susceptible a los cambios según situación del país.	Baa
BBB-	Grecia, Colombia, Egipto, Polonia, Hungría	Emisiones con respaldo muy susceptible a los cambios según situación del país.	Baa
BBB+	Filipinas, India, Uruguay, Panamá	Emisiones por debajo del grado de inversión pero con probabilidad de cumplir sus obligaciones al vencimiento. Factores de protección fluctuantes. Calidad de emisiones variable	Ba
BB	El Salvador, México, Argentina	Emisiones con respaldo ligado a factores especulativos susceptible a cambios según situación del país.	Ba
BB-	Paraguay, Rumania, Brasil, Líbano, Rusia	Emisiones con respaldo ligado a factores especulativos susceptible a cambios según situación del país.	Ba
B	Turquía, Venezuela	Emisiones por debajo del grado de inversión, con riesgo de incumplimiento de sus obligaciones. Factores de protección financiera fluctuantes. Calificación variable	B
BB		Emisiones muy por debajo del grado de inversión con un alto riesgo en su pago oportuno	
EE		Sin suficiente información para calificar	



Grado de Inversionista

Grado Especulativo

Letras: Posición dentro de un categoría. (*A = Bueno ; B = Malo*)

Signos: Calificación dentro de una posición. (+ = *alto* ; - = *bajo*)

Perspectivas: Dirección potencial de la calificación de una emisión o estado, previo re-análisis del emisor o país. (Esto no significa que por estar en observación necesariamente se incremente o reduzca la calificación)

Positiva = Que la calificación es viable de ser incrementada.

Negativa = Que la calificación es viable de ser reducida.

Estable = Que la calificación no es viable para el cambio.

Desarrollo = Que la emisión y/o emisor pueden subir o bajar en la escala.

N.M. = Datos sin relevancia.

3.8.4 IBCA - Banking Analysis Ltd.

3.8.4.1 Calificaciones de Riesgo

IBCA es una agencia calificadora europea que analiza bancos alrededor del mundo (con un reciente énfasis en bancos de mercados emergentes). Sin embargo, aún ningún banco latinoamericano califica para un clasificación dentro de las emisiones de grado inversionista (investment grade issuers). No obstante si alcanzan a clasificar dentro del rango de calificación individual (individual ratings) o calificación legal (legal ratings).

Su sistema de calificación está dado con letras mayúsculas de la A a la E para las calificaciones individuales (principalmente para bancos y sus emisiones aunque muy recientemente intentan entrar con este mismo sistema en el mercado de las calificaciones soberanas), y números del 1 al 5 para las calificaciones legales (legal ratings).

Dentro de las calificaciones individuales, la letra A corresponde a un banco con una hoja de balance fuerte así como una buena imagen y estabilidad crediticia. Esta escala va disminuyendo a medida que avanzan las letras hasta llegar a la letra E que corresponde a un banco con serios problemas que llevan a que tenga que solicitar irremediablemente ayuda externa. Por su parte el concepto de calificaciones legales, está diseñado para establecer si un banco es elegible para recibir cualquier tipo de apoyo en caso de incurrir en dificultades económicas. Aquí, el número 1 corresponde a un banco para el cual existe soporte gubernamental en el caso de ser necesario y que por ende tiene la capacidad de brindar un alto grado de seguridad a sus inversionistas.

De igual manera, a medida que avanzan los números, la calificación disminuye de calidad hasta llegar al número 5 que corresponde a un banco que no tiene la posibilidad de acceder a ayuda externa.

3.8.4.2 Criterios de Calificación

A juicio de ellos mismos, el hecho de contratar con ellos una calificación diferente a las bancarias dada su reciente incursión en el mercado de las calificaciones soberanas y sus emisiones, genera un valor agregado con respecto a las demás agencias ya que según sus estudios preliminares, su cuota de mercado está dada por tres grupos de inversionistas específicos a los cuales se tendría acceso con su calificación:

- El primero está en Europa donde los inversionistas confían más en una calificación otorgada por una firma Europea.
- El segundo grupo serían las tesorerías de los bancos, excelentes clientes para bonos y títulos a tasa flotante.
- Tercero estaría el grupo de inversionistas americanos quienes consideran a IBCA como una fuente altamente confiable en cuanto al manejo del riesgo no-americano.

Dado lo atractivo que se ha vuelto el mercado de las calificaciones, han surgido muchas firmas nuevas que al igual que las antiguas intentan adecuar sus esquemas de calificación a las necesidades del mercado, como lo es el caso de IBCA entre otros. Este efecto tiene los siguientes puntos para analizar desde el punto de vista del país receptor o el emisor:

- Un punto vital a considerar es la verdadera necesidad de un país o emisor de establecer un “umbrella bench mark” alto que beneficie igualmente otras entidades gubernamentales. En este caso IBCA (por manejar el mercado de calificaciones bancarias), tendría un alto nivel de influencia sobre las decisiones de inversión de los bancos, los cuales eventualmente pueden llegar a ser unos fuertes proveedores de capital para la compra de nuestros títulos.
- IBCA aduce que su sistema de calificación es diferente del de sus competidores ya que es más profundo y extenso. No obstante, su reciente incursión en el mercado de las calificaciones soberanas puede amainar el nivel de confianza de los inversionistas sobre sus calificaciones. Sin embargo ya cuenta con el reconocimiento de la “Securities and Exchange Commission” como calificadora de riesgo (es la única agencia no americana que lo posee).

- Su fortaleza está en los costos que ofrece frente a Moody's y Standard & Poor's. Igualmente emite análisis más profundos que los de la competencia.
- Al igual que las dos grandes (Moody's y Standard & Poor's), IBCA obtiene sus ganancias de las comisiones que cobran por calificar al igual que por las suscripciones a sus programas de reportes periódicos.
- Existe una clara contradicción entre las calificaciones otorgadas entre Moody's y Standard & Poor's e IBCA. De los 40 bancos usualmente calificados por estas tres compañías, IBCA estuvo de acuerdo con sus competidores en 8 únicamente.
- En el caso que el país o emisor acuda a organismos internacionales de cooperación para la financiación de este tipo de calificaciones para su incursión en los mercados internacionales de capitales, a más agencias solicitadas menor posibilidad de hacer efectiva la cooperación técnica y menos credibilidad tendrá el emisor o la emisión en los mercados ya que casi ningún emisor posee más de dos calificaciones.
- Es cada vez más claro como los inversionistas se fían más de las calificaciones de las grandes agencias, más aún en momentos en donde la credibilidad por los mercados emergentes está resquebrajada.

3.8.5 National Association of Insurance Companies - N.A.I.C.-

3.8.5.1 Calificaciones de Riesgo

N.A.I.C. es la agencia calificadora de riesgo que representa a las compañías de seguros, las cuales manejan grandes niveles de liquidez y por tanto son inversionistas de portafolios internacionales de deuda bastante importantes y es norteamericana.

Sus calificaciones las clasifica con números del 1 al 3, siendo el 1 y el 2 de tipo "grado de inversionista" y el 3 de tipo "especulativo". Para ellos el grado de inversionista corresponde a aquellas emisiones o emisores que poseen una adecuada capacidad de pago de principal e intereses, a pesar que el número 2 es más susceptible a los efectos adversos de cambios generales en las circunstancias y condiciones económicas que el 1 y menos que el 3.

La NAIC fundamentalmente actúa como una calificadora de filtro, tomando las calificaciones que asignan las grandes agencias, y filtrándolas según sus propios criterios. Para este fin, creó la "Securities Valuation Office" u Oficina de Valoración de Títulos la cual tiene autoridad discrecional para calificar por debajo de las grandes agencias pero nunca por encima.

Las designaciones que aplica la NAIC se han venido convirtiendo en base fundamental para los agentes de mercado y analistas de riesgo de inversión dada la importancia que actualmente se le está dando a la calidad de los activos al igual que por la creación de el "Risk Based Capital Model" o Modelo de Capital basado en el Riesgo de la NAIC en donde se da gran importancia a mayores exigencias de capital que a las emisiones con calificaciones bajas.

3.8.5.2 Criterios de Calificación

La NAIC es muy estricta en el manejo que el emisor da a factores como el control de la inflación, política económica coherente y consistente en el tiempo y manejo de la deuda externa.

3.8.5.3 Relaciones

A diferencia de otras agencias, la NAIC no suele llevar a cabo visitas periódicas a los países. Por el contrario y al ser una agencia filtro, usualmente evalúa desde el punto de vista de las calificaciones de las demás agencias. No obstante y al igual que con las demás agencias, los países o emisores deben mantener un constante y óptimo flujo de información con esta agencia, manteniéndola informada de cualquier tipo de noticias que puedan irse anotando en el portafolio de revisión. De igual manera esta información sirve como soporte técnico a las futuras emisiones ahorrando muchas veces los costos de la visita de la calificadora al país del emisor.

3.9 FACTORES COMUNES DE ANALISIS

Conjuntamente con el análisis de los anteriores factores de riesgo que por lo general observan de cerca todas las calificadoras, a continuación se pueden observar algunos indicadores claves que ayudan a agudizar más aún el análisis.

- **Estadísticas Económicas**

- Producto doméstico bruto per capita.
- Crecimiento real del producto doméstico bruto.
- Crecimiento de la inversión fija bruta real.

- Inflación de precios al consumidor.
- Porcentaje de desempleo.

- **Estadísticas de las Finanzas del Estado**
 - Balance presupuestal / Producto doméstico bruto.
 - Deuda del gobierno central / Producto doméstico bruto.
 - Pago de intereses del Estado / Ingresos presupuestales.
 - Ingresos por impuestos / Producto doméstico bruto.

- **Estadísticas Balanza de Pagos**
 - Balance de cuenta corriente / Producto doméstico bruto.
 - Reservas internacionales / Importaciones de bienes y servicios .
 - Exportaciones reales de bienes y servicios.
 - Exportaciones de bienes y servicios / Producto doméstico bruto.

3.10 COSTOS COMPARATIVOS DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

COSTOS (Programa)	STANDARD & POOR'S (S&P)	MOODY'S (MDYS)	DUFF & PHELPS (D&P)	IBCA
Fixed price fee	US\$ 80.000 a US\$ 120.000 *b	US\$ 30.000 a US\$ 50.000	US\$ 60.000 a US\$ 80.000 *a	US\$50.000 a US\$70.000
Basic Fee	3-puntos básicos/valor facial de la emisión Max : US\$ 75.000 (euromercado) Min : US\$ 15.000 (euromercado)	3-puntos básicos/valor facial de la emisión Max : US\$ 30.000 (euromercado) Max : US\$ 60.000 (mercado U.S.A)		
Duración	1 año	1 año	4 años	1 año

Nota: Estos precios son calculados a diciembre de 1995

SERVICIOS:

*a- Precios entrando en un programa conjunto con entidades estatales que incluye:

- Emisiones denominadas en dólares.
- Emisiones denominadas en moneda local.
- Emisiones denominadas en otras monedas.
- Papeles comerciales.
- Registro Público.
- Medium Term Note programs (EMTNs).
- American Depositary Receipts (ADRs).

- Reportes de las calificaciones de todas las emisiones.
- Revisión cada cuatro meses.
- Actualización anual de la escala de calificación.
- Reporte anual de análisis de crédito.
- Reporte cada cuatro meses de las actualizaciones.
- Publicaciones semanales de las decisiones de crédito.

***b-** Precios entrando en un programa conjunto con entidades estatales que incluye:

- Calificación de todos los instrumentos de deuda en moneda local y extranjera en todos los mercados.
- Fee covers debt issued directly by or guaranteed by the Republic or any of the governmental agencies

CAPITULO IV



EL CASO COLOMBIANO

PAÍS DE MENOR RIESGO**4.1 ANÁLISIS DEL RIESGO PAÍS**

Los principales problemas que afectan a Colombia en la actualidad son la guerrilla y el narcotráfico adicionados al conflicto que han causado las acusaciones al presidente Ernesto Samper. Por otro lado como consecuencia de dichas acusaciones, el país ha sido descertificado dos veces por parte de los Estados Unidos. Una tercera descertificación ocasionaría sanciones económicas por parte de dicho país, hecho que repercutiría directamente en una corrección negativa por parte de las agencias calificadoras de riesgo.

Sin embargo Colombia tiene los siguientes aspectos favorables que se deben tener en cuenta : excelente manejo a la deuda externa, siendo el único país de Latinoamérica que no reestructuró dicha deuda durante los años ochenta, el crecimiento del sistema financiero que se ha dado en los último años gracias a la entrada de bancos extranjeros que han creado en la banca nacional un ambiente competitivo y de eficiencia que hasta el momento no había tenido este sector. Adicionalmente la apertura económica presentada a principios de los años 90 con el presidente César Gaviria ha incentivado en Colombia la calidad y la competitividad que hasta hace pocos años no teníamos.

Estos factores unidos a las políticas monetarias implementadas y los ingresos que recibirá el país por concepto del petróleo en los próximos años, posicionan a Colombia como uno de los países de menor riesgo en Latinoamérica.

Según los índices descritos en capítulos anteriores y comparados con otros países latinoamericanos la valoración del riesgo país sería:

	Indicador Político	Indicador Económico	Indicador Solvencia	Indicador de Liquidez	IGR
Ponderación	40%	25%	20%	15%	100%
Argentina	5.5	6.5	5.5	4.0	54.70
México	3.8	3.7	3.9	2.8	36.45
Venezuela	2.1	2.3	3.8	1.8	24.45
Cuba	2.0	2.3	0.9	0.8	16.75

Fuente : Política Exterior José Luis J Guajardo y Rafael Pampillón.

Como se puede observar y, según los analistas Colombia es el país con mayores posibilidades de inversión y menor riesgo en Latinoamérica.

4.2 NECESIDADES DE FINANCIACIÓN

La crisis de la deuda externa en la década de los años 80, significó para los países en vía de desarrollo el cierre del otorgamiento de créditos masivos, sin que se excluyera de este fenómeno a Colombia, que a pesar de contar con una buena imagen ante sus acreedores, también se vio afectada por este fenómeno. A raíz de esta situación fue necesario que el país adoptará una nueva estrategia con el fin de adquirir recursos para financiar su desarrollo.

La nueva estrategia, adquirida también por otros países, se basó en la diversificación de fuentes crediticias a través de la emisión internacional de bonos.

En 1990, con la apertura económica, *"se disparó la entrada masiva de divisas al país, lo cual retrasó el ingreso de Colombia al mercado internacional de créditos, sin embargo se creía que estos capitales fueran especulativos, es decir que estarían en el país sólo por la situación coyuntural por la que atravesaba Colombia. Para esto se implementó una nueva estrategia que ampliara las fuentes de financiación y creara el hábito de invertir en papeles de tasa fija en cualquier divisa (Bonos Ley 55)."*¹⁰

Ante la dinámica que estaba mostrando el mercado, gracias a esta nueva estrategia, el gobierno aprovechó el decreto de emergencia eléctrica para autorizar una emisión adicional (Bonos Colombia). Estos bonos se registraron en Luxemburgo, por lo tanto se califican como eurobonos.

Los Eurobonos fueron calificados por Standard & Poor's como papeles BBB- lo que indica que no son los papeles más seguros del mercado, pero son inversiones buenas y por lo tanto se convierten en una deuda barata.

Estas y otras emisiones que se han realizado en Colombia (Ver Anexo 1) lograron una gran contracción monetaria y a su vez un excelente ejemplo para otros inversionistas extranjeros. De hecho empresas como Ecopetrol y Banco de Colombia entre otras han salido al mercado con mucho éxito.

En 1998 habrá la posibilidad de pagar la deuda o refinanciarla parcialmente con los ingresos provenientes de la bonanza petrolera de Cusiana, lo cual a su vez evitará que este flujo de divisas afecte la economía del país.

¹⁰ Síntesis "Seminario Deuda Externa", Antón Matuk, 1995

decisiones demasiado segmentadas excluyan, la posibilidad de una segunda calificación de riesgos para otros sectores económicos.

La razón detrás de esto es que tanto S&P como Moody's rehusaron, montar oficinas de representación en Colombia aduciendo :

- Falta de volumen
 - No hay empresas que vean la ventaja de conseguir recursos vía emisión.
 - Aversión de las empresas a dar a conocer públicamente sus intimidades financieras.
- Tarifas muy bajas
 - Internacionalmente las tarifas que cobran S&P y Moody's son superiores a las de D&P. Si ya para las empresas colombianas es costoso calificarse con D&P, con estas dos sería casi imposible
- No reconocimiento de un valor agregado.
 - Las empresas no ven la necesidad de una calificación.

Podemos concluir, que en Colombia la calificación de títulos valores no es un sistema de utilización masiva, pero sin embargo debido que el país está expandiendo sus mercados alrededor del mundo, cada vez será más necesario el uso de estas agencias con el fin de dar al inversionista una mayor seguridad y certeza sobre los títulos que va a adquirir.

CONCLUSIONES

La necesidad de los inversionistas para minimizar sus riesgos originó una serie de estudios encaminados a conocer en detalle la confiabilidad de países, bonos, títulos, empresas, etc. en los cuales tuvieran intención de invertir. De esta necesidad nacieron las Agencias Calificadoras de Riesgos.

El uso de las Agencias Calificadoras de Riesgos se ha generalizado. Actualmente la importancia de una calificación del riesgo país, no radica únicamente en la evaluación que arroje un estudio de una de estas empresas, sino que genera un "status" para el país evaluado que lo clasifica y lo diferencia de los demás.

Comúnmente, para un inversionista es necesario tener mas de un punto de vista sobre la viabilidad de invertir o no en un país o en un título. Por este motivo se solicita la evaluación de al menos dos Agencias que determinarán el riesgo sobre un mismo proyecto de inversión.

La calificación del riesgo es tan importante que puede dar al emisor de un título la posibilidad de mejorar las condiciones del mismo.

Ningún título emitido por una entidad pública que pueda ser colocado en el mercado internacional tendrá una calificación superior a la del país donde se origina. La razón generalizada de esta situación se debe a que siempre se ha considerado mas bajo el riesgo país, que el riesgo de cualquier papel emitido por una nación.

El desconocimiento sobre el valor agregado que una calificación de riesgo puede dar a una inversión, ha impedido que en Colombia se generalice la buena costumbre de recurrir a las Agencias Calificadoras de Riesgos.

Tanto es así, que en 1994 vino al país la Agencia Duff & Phelps y solo hasta 1995 se obligó a calificar los riesgos en las emisiones de títulos de diferentes entidades.

A pesar que las agencias calificadoras de riesgo le dan al inversionista un parámetro sólido para la toma de decisiones, esto más que cualquier cosa es un negocio en donde se paga por un servicio y los costos de este servicio suelen ser demasiados altos, ejemplo de esto es el caso colombiano en donde la existencia de una sola calificadora de riesgo, hace que para la dimensión del mercado estas cobren cifras demasiado elevadas.

Pese a la rigurosa evaluación que estas agencias realizan de los emisores, ningún factor externo es lo suficientemente ácido en su análisis como para brindar un 100% de cobertura de riesgo al futuro inversionista. Tanto así que en 1994 una de las agencias mencionadas anteriormente otorgó a Mexico una calificación de grado inversionista y pocos meses después el país estaba en una terrible crisis económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

DIEZ DE CASTRO, Luis, MASAREÑAS, Juan. Ingeniería Financiera : La Gestión en los Mercados Financieros Internacionales : McGraw Hill 1991.

GALAN, Juan Pablo. Manual de Finanzas Internacionales, 1995.

DUFF & PHELPS CREDIT RAITING CO. International Corporate Raiting Methodology.

GOLDMAN SACHS MONEY MARKETS, Raiting Agencies Analitical Approach to the Evaluation of Sovering Risk. New York, 1995.

DUFF & PHELPS DE COLOMBIA S.A. Los Mercados de Capitales y la calificación de valores. Bogotá Agosto de 1996.

STANDARD & POOR'S. Sovering Reports. Republic of Colombia. Junio de 1996.

JP MORGAN. Raiting - Agencie Sovering Debt Raitings. Julio de 1997.

INTERNET

——— <http://www.dcr.com/>

——— <http://www.ratings.com/>

——— <http://www.Moodys.com/>

——— <http://www.Sistecol.com/>



ANEXOS

**ANEXO 1****EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES REPUBLICA DE COLOMBIA****OFERTAS PUBLICAS DEL GOBIERNO**

	FECHA EMISION	VENCIMIENTO BONO	MONTO	PLAZO (AÑOS)
EUROBONO98	11/05/ 93	11/05/ 98	125 USD MM	5
SAMURAI I	15/01/94	14/01/99	10 YEN BN	5
YANKEE 04	23/02/94	23/02/04	250 USD MM	10
YANKKE 99	06/10/94	06/10/99	175 USD MM	5
SAMURAI 2	08/07/95	02/08/02	12 YEN BN	7
EUROMARCO 1	20/12/95	21/12/00	150 DM MM	5
YANKEE 03	12/02/96	15/02/06	200 USD MM	7
YANKEE 16	12/02/96	15/02/16	200 USD MM	20
SAMURAI 3	05/03/96	05/03/03	30 YEN BN	7
URODOLLAR	13/06/96	14/06/01	400 USD MM	5
EUROMARCO 2	21/11/96	21/11/01	275 DM MM	5
GLOBAL 07	24/02/97	15/02/07	750 USD MM	10
GLOBAL 27	24/02/97	15/02/27	250 USD MM	30

ENTIDADES PUBLICAS

	FECHA EMISION	VENCIMIENTO BONO	MONTO	PLAZO (AÑOS)
FEN 96	13/12/93	13/12/96	100 USD MM	3
FEN 99	13/10/94	08/11/99	150 USD MM	5
ECOPETROL 98	06/07/93	06/07/98	150 USD MM	5
BANCOLDEX	01/06/95	02/06/00	110 USD MM	5

PROJECT FINANCE

	FECHA EMISION	VENCIMIENTO BONO	MONTO	PLAZO (AÑOS)
CENTRAGAS	16/12/94	01/12/10	172 USD MM	16
OCENSA	28/06/95	01/09/05	150 USD MM	10
TRANSGAS	01/11/95	01/11/10	240 USD MM	15

ANEXO 2

CALIFICACION DE TITULOS 1994 -1997

Títulos de Participación

Entidad Emisora	Año de aprobación	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
*Parque Industrial Aisacia	1994	17.000	BBB+
*Global Fiduciaria Federacafe	1995	3.180	IAA+
*Fondo de titularización inmobiliaria Interbanco	1995	4.672	IAA
*Charleston	1996	5.962	IAA
*Bermudez y Valenzuela	1996	1.146	IBBB-
*Confianciera	1996	1.144	IA
*Fondo de titularización inmobiliaria	1997	7.342	IA+
Fideic. De titularización inmobiliaria Banco Selfin	1996	5.150	IA
Fideicomiso Corfiboyaca Edificio Mobil	1996	3.821	AA+
Fideicomiso Forte Avenida sexta	1997	14.400	I-BB
*Bermudez y Valenzuela	1997	1.473	BB

*Patrimonio Autonomo.

Bonos Públicos

Entidad Emisora	Año de aprobación	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
Distrito Especial Industrial y Portuario de Barranquilla	1997	19.200	A
Santafé de Bogotá D.C	1994	49.278	AA
Empresa de Telecom. De Armenia	1995	4.000	A+
Universidad del Valle	1995	15.000	AA
Municipio de Itagui	1995	11.660	DD
Municipio de Medellín	1996	20.000	AA
Municipio de Pereira	1997	8.000	AA-
Municipio de Santiago de Cali	1995	20.003	AA-
Santafé de Bogotá Distrito Capital	1995	150.000	AA
Departamento de Córdoba	1996	10.000	A
Departamento del Valle del Cauca	1996	50.000	A
Departamento del Meta	1997	23.500	A+
Municipio de Barrancabermeja	1996	10.000	AA-

Bonos Ordinarios

Entidad Emisora	Año de aprobación	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
Terpel del centro S.A	1996	10.000	A+
Terpel del Centro S.A	1994	2.000	A+
Gas Natural del Oriente - Gasorient	1995	5.000	BBB
Cementos Rioclaro S.A	1995	5.000	AA
Enka de Colombia	1996	30.000	A+
Caracol Primera Cadena Radial de Colombia S.A	1996	6.000	AA-
Sociedad de Fabricación de Automotores Sofasa S.A	1996	10.000	A
Proyectos de Infraestructura S.A Pisa	1996	20.000	AA-
Compañía nacional de Vidrios S.A Conalvidrios	1996	5.000	A-
Industria Alimenticias Noel S.A	1996	20.000	AA
Rica Rondo Industria Nacional de Alimentos S.A	1996	3.000	A
Cooperativa Union Popular de Crédito Ltda. Cupocredito	1996	30.000	AA
Cooperativa Union Popular de Crédito Ltda. Cupocredito	1997	25.000	AA
Cementos Paz del Río S.A	1996	12.000	A-
Cervecería Aguila S.A	1996	25.000	AA
Estación Terminal de Dist. de Prod. De Petróleo Terpel Bucaramanga S.A	1996	8.000	A-
Tableros Y Maderas de Caldas S.A	1996	10.000	A-
Fundación Social	1996	80.000	AA
Caracol televisión	1997	6.000	A+
Accinegocios	1997	30.000	AA-
Accinegocios	1997	40.000	AA-
Cia de Seguros Bolivar	1997	20.000	AA
Cooperativa Union Popular de Crédito Ltda. Cupocredito	1997	25.000	AA

Títulos de contenido crediticio

Entidad Emisora	Año de aprobación	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
Patrimonio autónomo Davivienda	1994	20.936	AAA
Fideic.rentamax - Coltejer	1995	10.000	A
Fideic. Titularización Hipotecaria	1995	44.000	AAA

Granahorrar			
Fideic. Bancafe - Fiduvalle	1995	29.000	AAA
Fideic. de Titularización patrimonio autónomo Davivienda	1995	33.794	AAA
Patrimonio autónomo Conavi	1995	33.378	AAA
Fideic. de cartera hipotecaria Colmena	1996	48.747	AAA
Fideic. Fiduglobal titularización sobre tasa a la gasolina motor área Metropolitana del centro occidente	1996	7.750	A
Fideic. Global titularización sobretasa al combustible motor de Municipio de Ibagué	1996	8.000	A+
Patrimonio autónomo davivienda	1996	51.215	AAA
Patrimonio autónomo davivienda	1996	39.542	AAA
Propel - Fiduciera Selfin	1997	15.000	A+

Bonos exclusivos del exterior

Entidad Emisora	Año de aprobación	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
Oleoducto central Ocesa	1995	175.056	AAA
Cia de Desarrollo aeropuerto El dorado	1996	123.471	BBB

Entidad Emisora	Monto de la emisión \$ MM	Calificación
Fideicomiso Oikos Colmena parque Industrial Occidente	3.200	IA+
Fideicomiso Oikos Cumbres del Salitre	300	IAA
Fideicomiso Oikos Centro de negocios Andino of 901	2.150	IAA+
Fideicomiso Oikos Centro comercial Andino local 272 - 276	1.260	IAA-
Fideicomiso Oikos Pisos 14 y 15 centro comercial internacional	974	IA
Fideicomiso Oikos Edificio propaganda Sancho of 904 - 907	560	IAA
Fideicomiso Oikos Edificio seguros Colmena Calle 72	500	IAA-
Fideicomiso Oikos ladrillos oficina	380	IA

avenida Chile		
Fideicomiso Oikos Local 104 Centro comercial Andino	620	IAA
Fideicomiso Oikos Local 225 centro comercial Unicentro	1.620	IAA+
Fideicomiso Oikos Edificio calle 90	6.500	IAA+
Fideicomiso de participación inmobiliaria Oikos Occidente El Emporto	2.626	IAA-
Fideicomiso de participación inmobiliaria Oikos El Lago	1.241	IAA
Fideicomiso de participación inmobiliaria Oikos Park Center caale 97	2.550	IA+
Fideicomiso de participación inmobiliaria Oikos cedes	1.985	IAA-
Fideicomiso Oikos parque empresarial La Florida	3.300	IBBB-
Fideicomiso Adm El Hotel	12.489	IAA-
Fideicomiso Coriboyacá edificio Mobil	3.821	AA+

ANEXO 3**RESOLUCION 400 DE 1995****TITULO III****SOCIEDADES CALIFICADORAS DE VALORES****CAPITULO PRIMERO****Personas que pueden realizar la calificación y valores que deben calificarse**

Art. 2.3.1.1 Personas que pueden utilizar la calificación de valores. Solamente podrán ejercer la actividad de calificación de valores en el mercado público de valores, las personas jurídicas que hayan obtenido el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia de Valores y se encuentre inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Art. 2.3.1.2. Valores que deben calificarse. Para efectos de su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización de su oferta pública, los títulos que reúnan las condiciones que se señalan a continuación deberán ser objeto de por lo menos una calificación en los términos de la presente resolución:

1. Que se trate de bonos ordinarios o papeles comerciales emitidos por entidades del sector real, o de bonos ordinarios emitidos por instituciones financieras diferentes de establecimientos de crédito, siempre y cuando no sean avalados, tanto capital como intereses, por un establecimiento de crédito.
2. Que se trate de bonos ordinarios o de garantía general emitidos por un

establecimiento de crédito.

3. Que se trate de bonos emitidos por entidades públicas, siempre y cuando no sean avalados, tanto capital como intereses por un establecimiento de crédito.
4. Que sean valores emitidos como resultado de un proceso de titularización, salvo que se trate de títulos avalados, tanto capital como intereses por un establecimiento de crédito; de títulos de participación en fondos comunes especiales, fondos de valores, y de títulos emitidos respecto de patrimonios constituidos con acciones o títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República.

CAPITULO SEGUNDO

Art. 2.4.2.1. Procedimiento de calificación. La calificación de un valor deberá hacerse de acuerdo con el reglamento de la sociedad calificadora y el procedimiento técnico que la misma haya emitido a la superintendencia de valores



<i>Additional Comments</i>	Comentarios adicionales.
<i>Arranger</i>	Ordenador de una emisión.
<i>Auditors revised two parties report</i>	Reporte de la auditoría revisado por las partes.
<i>Best quality</i>	Mejor calidad.
<i>Closing Certificates</i>	Certificados de cierre.
<i>Co-Leads</i>	Sub - líderes de la emisión.
<i>Commodities</i>	Bienes homogéneos de alta liquidez por ser fácilmente intercambiables.
<i>Counsel</i>	Consejo Jurídico.
<i>Credit Advisor Departaments</i>	Departamentos de asesoría de crédito.
<i>Dealer</i>	Agente de cambio.
<i>Due Diligence</i>	Reuniones para la diligencia de cumplimiento.
<i>Especulative Grade</i>	Grado Especulativo.
<i>Fiscal Agent</i>	Agente fiscal.
<i>Good Will</i>	Posición, buen nombre.
<i>High Grade</i>	Alta calidad de emisión.
<i>Implied Rating</i>	Calificación impuesta.
<i>Indicative Pricing</i>	Precio Indicativo.
<i>Investment Grade</i>	Grado Inversionista.
<i>Investment Grade Issuers</i>	Emisiones en grado inversionista
<i>Issuing Agent</i>	Agente emisor.
<i>Launch</i>	Lanzamiento.
<i>Lead Manager</i>	Líder en una emisión.
<i>Legal Counsel</i>	Representante legal.

<i>Legal Opinions</i>	Opiniones legales.
<i>Legal Ratings</i>	Calificaciones legales.
<i>LIBOR</i>	Tasa interbancaria para depósitos a plazos fijada diariamente en el mercado de Londres.
<i>Local and Corporate Approvals</i>	Aprobaciones locales y corporativas.
<i>Mandate Letter</i>	Carta de mandato.
<i>Medium Grade</i>	Grado medio.
<i>Negative Outlook</i>	Perspectiva negativa sobre una calificación de riesgo.
<i>Offering Circular</i>	Prospecto de emisión.
<i>Paying Agent</i>	Agente pagador.
<i>Poor Standing</i>	Pésimas garantías.
<i>Positive Outlook</i>	Perspectiva positiva.
<i>PRIME RATE</i>	Tasa que los bancos Estadounidenses prestan a sus mejores clientes.
<i>QUIB</i>	Compradores calificados de prestigio.
<i>Rating Process</i>	Proceso de calificación.
<i>Rating Agencies</i>	Agencias calificadoras.
<i>Risk Based on Capital Model</i>	Modelo de capital basado en el riesgo.
<i>Road Show</i>	Viaje de reconocimiento.
<i>SEC (Security Exchange Commission)</i>	Como la Superintendencia de Valores en Colombia.
<i>Security Valuation Office</i>	Oficina de valoración de títulos.
<i>Sovereign Bench Mark</i>	Calificación mínima a la que deben aspirar las empresas públicas, fijada por una calificación del Estado.
<i>Split Rating</i>	Calificación dividida.
<i>Spread</i>	Diferencial de tipo de cambio.

<i>Stable Outlook</i>	Perspectiva estable de una emisión.
<i>Terms and Conditions</i>	Terminos y Condiciones legales de una emisión.
<i>Trust Deed</i>	Escritura de la emisión.
<i>Underwriting</i>	La colocación, la hay en firme y al menor esfuerzo.
<i>Up Date</i>	Revisión de la calificación.
<i>Upper- Medium Grade</i>	Emisiones susceptibles a cambios según la situación.