

III. LAS VENTAJAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

Para el emisor

La principal aportación de la calificación crediticia a los mercados de capitales es una mejora de la eficiencia. Con una estimación objetiva del riesgo de crédito, los emisores fuertes se benefician porque pagan menos, y los emisores más débiles pagan más. Conviene subrayar que la calificación es una espada de doble filo, que ayuda a los fuertes pero perjudica a los débiles. Una característica de los mercados no calificados es que hay una diferencia muy pequeña entre los tipos de interés que pagan los prestatarios fuertes y los débiles. En un mercado calificado, el diferencial aumenta significativamente.

Las calificaciones crediticias benefician al emisor de las siguientes maneras:

Ampliando la base de inversores

Las calificaciones ofrecen al inversor una medida cualitativa del riesgo de crédito que lleva aparejado una inversión. Para las compañías pequeñas y medianas que acceden por primera vez a los mercados de capitales, la calificación crediticia sería virtualmente imprescindible para compensar la falta de un nombre conocido. Sin una calificación que valore su solvencia, lo probable sería que el mercado considerase esas emisiones como de alto riesgo, y consecuentemente exigiera una alta remuneración, con lo que el ahorro de costes sería modesto o nulo comparado con la obtención de un préstamo bancario. Análogamente, para los emisores que no son muy conocidos una calificación crediticia sin duda ampliará la base de inversores.

Reduciendo los costes de financiación

La emisión de deuda permite al emisor acudir a una fuente de fondos mayor y más líquida. El resultado es

LISTA DE CRITERIOS DE CALIFICACION

RIESGO SECTORIAL

- Importancia económica del sector para el país.
- Posibilidades de apoyo.
- Importancia para el empleo.
- Historial de relaciones laborales.
- Importancia de la legislación: protectora o perjudicial, relación con el gobierno.
- Madurez del sector.
- Competencia internacional.
- Barreras a la entrada.
- Situación competitiva en el interior: monopolio, oligopolio, fragmentación.
- Naturaleza del sector: predominio de capital, vida media del producto, requisitos de comercialización.
- Factores cíclicos: demanda, oferta, consecuencias para la inestabilidad de los precios.
- Estructura de costes e ingresos del sector: vulnerabilidad a los precios de la energía, a los niveles de los tipos de interés, a las políticas del gobierno.
- Innovaciones y tendencias importantes en el sector.

POSICION DE MERCADO

- Posición competitiva dentro del sector: tamaño, cuota de mercado y tendencia, capacidad de imponer los precios.
- Importancia del producto principal.
- Vida y competencia de los productos.
- Grado de diversificación de los productos.
- Importancia del gasto en I + D y del desarrollo de productos nuevos.
- Dispersión geográfica de las ventas y de la producción.
- Importancia de los principales clientes.
- Dependencia de los principales proveedores y acceso a alternativas.
- Necesidades de comercialización.
- Red de distribución; control y vulnerabilidad a factores externos.

ACCIONISTAS Y APOYO

- Accionistas de la entidad.

- Relación con los propietarios, autonomía, control.
- Tamaño y *status* del propietario o accionistas.
- Posibilidades de apoyo o de retiradas de fondos.
- Estructura del accionariado.
- Otros beneficios; acceso a la tecnología, productos.
- Acceso a los mercados de capitales.

DIRECCION

- Historial hasta la fecha en términos financieros.
- Objetivos y perspectivas de la empresa: agresividad, actitud ante el riesgo.
- Experiencia, antecedentes, credibilidad.
- Profundidad de la dirección: personas clave, sucesión.
- Historial en comparación con sus competidores.

CALIDAD CONTABLE

- Exigencias de publicidad e información.
- Auditores y auditorías.
- Principios de consolidación: compañías no consolidadas, contabilidad de fusiones, contabilidad de enajenaciones, tratamientos excepcionales.
- Políticas de reconocimiento de ingresos: proyectos a largo plazo.
- Políticas de valoración de existencias.
- Métodos de valoración del inmovilizado.
- Tratamiento del fondo de comercio e intangibles.
- Activos infravalorados, por ejemplo terrenos o edificios en propiedad.
- Instrumentos híbridos de deuda/recursos propios.
- Métodos, coeficientes, plazos de depreciación.
- Tratamiento de las divisas.
- Política de impuestos diferidos.
- Contabilización de planes de pensiones.
- Tratamiento de los costes de financiación.

- Pasivos contingentes.
- Agresividad o prudencia global de la presentación contable.
- Políticas contables inusuales, movimientos sobre reservas.
- Cambios en las políticas contables.
- Cambios en la composición del grupo.

RESULTADOS

- Consistencia y tendencia de los resultados de las operaciones principales.
- Combinación de resultados por actividad y zona geográfica.
- Partidas excepcionales y extraordinarias; impactos no recurrentes sobre los niveles de resultados históricos.
- Niveles de resultados reales disponibles para el *cash-flow*; contabilización por puesta en equivalencia, restricciones a la repatriación de beneficios.
- Crecimiento interno frente a resultados de entidades adquiridas.
- Rentabilidad y medidas de protección.
- Márgenes.
- Medidas de cobertura de intereses.
- Cobertura del dividendo, niveles de pago y política futura.
- Situación tributaria: tasa impositiva efectiva, desgravaciones específicas, pérdidas no realizadas.
- Suficiencia de los beneficios retenidos para autofinanciar el crecimiento.

CASH-FLOW

- Suficiencia del *cash-flow* para mantener la capacidad operativa del negocio; niveles de capital circulante, reposición del inmovilizado.
- Contribución del *cash-flow* a la expansión: proyectos importantes de inversión, adquisiciones.
- Gasto discrecional incluido en el *cash-flow*; publicidad, exploración, investigación y desarrollo, etcétera.
- Volatilidad del *cash-flow* a lo largo del tiempo.
- Relación entre *cash-flow* y endeudamiento total.
- Restricciones al *cash-flow*: límites a la repatriación, efectos tributarios potenciales, acceso a dividendos de filiales.
- Niveles y fluctuaciones de la liquidez: estacionalidad, sensibilidades.
- Gestión y medidas del capital circulante.

ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y ENDEUDAMIENTO

- Medidas del *gearing* (deuda/recursos propios): históricas y proyectadas.
- Medidas del *leverage* (pasivo total/recursos propios): históricas y proyectadas.
- Análisis de sensibilidad a los niveles proyectados.
- Variaciones estacionales, niveles de deuda en los negocios principales.
- Cobertura de los costes de intereses.
- Ajustes necesarios de las medidas por partidas fuera de balance: plantas o edificios en *leasing*, filiales no consolidadas, asociados no garantizados u operaciones conjuntas.
- Adecuación de la estructura del capital al negocio en función del país: apoyo excesivo en la financiación a corto plazo, sensibilidad a la variación de los tipos de interés.
- Naturaleza del activo subyacente: posibilidad de realización sin pérdidas, atractivo para los compradores en caso de venta forzosa, métodos de valoración y potencial para moderar las medidas de apalancamiento.
- Estructura de la deuda; tipo, vencimientos, moneda, calendario de pagos, pactos, garantías, cláusulas de incumplimiento.

FINANCIACION Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA

- Flexibilidad de las necesidades de financiación proyectadas: gastos de inversión, niveles de dividendo, adquisiciones.
- Capacidad de captación de fondos adicionales en caso forzoso.
- Líneas de crédito de reserva y permanentes: plazos y pactos de facilidades de aseguramiento y líneas comprometidas, relaciones con la banca en general.
- Capacidad de atracción de capital: composición del accionariado, acceso a los mercados de renta variable.
- Compromisos de inversión.
- Margen de seguridad en los niveles de apalancamiento (*gearing* y *leverage*) presentes y proyectados.
- Composición del activo: naturaleza de los activos y posibilidades de reducción o enajenación forzosa, unidades vendibles.
- Activos y pasivos fuera de balance: fondo de comercio u otros intangibles no contabilizados, activos infravalorados, dotación insuficiente de planes de pensiones.

un menor coste de financiación y un mayor control sobre las condiciones del endeudamiento. Sin embargo, a medida que se multiplica el número de emisores, de clases de título y de inversores, se multiplica también la necesidad de contar con una información fiable sobre el riesgo de crédito. La calificación crediticia asigna a la obligación una estimación del riesgo de crédito específica y cualitativa, que es inmediatamente comprendida en los mercados de capitales, y que ayuda a calcular el adecuado rendimiento del riesgo para el inversor. De ese modo, una entidad europea de tamaño medio con una calificación internacional podrá acudir, por ejemplo, a los mercados japoneses para beneficiarse de unos costes de endeudamiento menores. Así pues, una de las razones fundamentales que pueden animar a un emisor a solicitar una calificación crediticia es la de reducir sus costes de endeudamiento.

Facilitando la colocación de las emisiones de deuda

En unos mercados de capitales internacionalizados y cada día más complejos, con gran número de inversores y emisores, la confianza tradicional en el nombre conocido y el patrimonio neto es insuficiente para evaluar el riesgo de crédito. En ciertos mercados desarrollados, como el estadounidense, sería impensable lanzar una emisión sin calificar. También se considera, en general, que una emisión de deuda en un mercado exterior casi con seguridad requiere ser calificada. A menudo son los bancos de inversiones los que estructuran, aseguran y colocan la emisión, y suele ser el banco de inversiones el que recomienda la solicitud de calificación, de un lado para facilitar la colocación, y de otro para ayudar a determinar el precio.

Como un ejercicio de relaciones públicas financieras

Ciertas entidades ven la evaluación crediticia independiente por parte de una agencia de calificación importante como una manera de comu-