

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ASUNCIÓN**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**  
**SEMINARIO DE PREPARACIÓN DE TESIS**

**CALIFICADORAS DE RIESGO EN PARAGUAY:**  
**CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE SU INEXISTENCIA**  
**(PERIODO 1993 - 2007)**

**MARCELO ECHAGÜE PASTORE**

**OCTUBRE 2008**

**SAN LORENZO – PARAGUAY**

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ASUNCIÓN**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**  
**CARRERA DE ECONOMÍA**  
**SEMINARIO DE PREPARACIÓN DE TESIS**  
**CUARTO CURSO – TURNO MAÑANA**

**CALIFICADORAS DE RIESGO EN PARAGUAY:**  
**CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE SU INEXISTENCIA**  
**(PERIODO 1993 - 2007)**

**MARCELO ECHAGÜE PASTORE**

**OCTUBRE 2008**

**SAN LORENZO – PARAGUAY**

# **ÍNDICE GENERAL**

## **Páginas**

Introducción.....	1
Capítulo 1: Calificación de riesgos en la teoría	
A) Funcionamiento de las calificadoras de riesgo.....	3
B) Ventajas y oportunidades que brindan las sociedades calificadoras.....	4
C) La Ley 1.056/97.....	6
Capítulo 2: Problemas para la instalación de calificadoras en el país	
A) Dificultades encontradas en el marco legal.....	10
B) Estrechez del mercado.....	12
C) Características propias de la economía paraguaya.....	15
Capítulo 3: Repercusiones de la falta de calificadoras	
A) Un mercado de valores incompleto.....	18
B) El futuro del mercado bursátil en Paraguay.....	20
Conclusión y Recomendación.....	24
Bibliografía.....	26
Apéndice.....	28

## **INTRODUCCIÓN**

En la actualidad, el mercado de valores constituye uno de los medios más adecuados y eficaces para conseguir financiamiento a bajo precio (es decir, a una baja tasa de interés), tanto para las entidades privadas como para las públicas. Desde el punto de vista del inversionista, sin embargo, representa una alternativa más para poder diversificar sus inversiones, ya sea con el objeto de salvaguardar el dinero ahorrado (especialmente a través de los bonos) o para incrementarlo rápidamente (generalmente por intermedio de acciones), aunque con un riesgo mayor. Si bien el mercado bursátil es un fenómeno ampliamente expandido en el mundo entero y que engloba a toda clase de países (desarrollados o no), en Paraguay la comercialización de títulos valores a través de una Bolsa está dando recién sus primeros pasos, por lo que todavía le resta mucho por crecer y desarrollarse. Uno de los pasos que aún no ha podido completarse en este país latinoamericano consiste en el establecimiento de sociedades calificadoras de riesgo, lo cual tiene lógicamente sus causas y consecuencias que son dignas de ser analizadas, puesto que buena parte del proceso evolutivo de este mercado (y de la economía en general) dependen de su existencia.

En vista de que la falta de estas empresas evaluadoras del rating crediticio representa un impedimento de peso para el desarrollo del mercado de valores, se impone la necesidad real de fijar como objetivo principal de este estudio la identificación de los factores que restringen la instalación de estas entidades, así como también el efecto que puede generar esa ausencia en el mercado. Si se conocieran las causas, se podría buscar la manera de solucionar este problema y acelerar así el desarrollo del mercado bursátil en Paraguay. Esta tarea se justifica por la actualidad del tema a ser tratado y por su importancia en el plano económico, al constituir este mercado una alternativa válida para canalizar el ahorro de los hogares hacia las actividades productivas conducidas por las empresas privadas y el Estado. El trabajo se ha realizado con base en un diseño de investigación documental-bibliográfico, complementado con uno de campo debido al gran valor que aportan las entrevistas a la información previa disponible en medios escritos. En cuanto al nivel, esta tarea se inicia con uno exploratorio, profundizado con una perspectiva descriptiva-explicativa. La metodología, por su parte, responde a los

métodos básicos utilizados en cualquier investigación económica y que son: el análisis, la síntesis, la inducción y la deducción.

En este sentido, se presenta a continuación un resumen del cuerpo que hace a este trabajo. El primer capítulo revisa los aspectos teóricos que rigen a la calificación de riesgos, señalando el modo en que operan las entidades certificadoras, las ventajas que le pueden brindar a la sociedad y el ámbito jurídico en el que se enmarcan a nivel local. En el segundo, se hace hincapié en los problemas que frenan la presencia de este tipo de sociedades en el país, resaltando por sobre todo las fallas contenidas en el marco jurídico mencionado. Finalmente, el tercero y último describe las repercusiones que se deducen de la inexistencia de dichas compañías analizadoras en el mercado bursátil, tanto ahora como dentro de algún tiempo.

**Revisión de la literatura:** Los inversionistas, al no tener una información calificada, suelen sospechar de los emisores y requieren tasas de interés mayores a las que realmente deberían exigir. Hay una imperfección entre el rendimiento pretendido por los inversores y el riesgo verdadero de las empresas (ESCOBAR, 2008).

Por tanto, la existencia de una calificadora de riesgos que inspeccione, investigue, recolecte y analice la documentación de estas empresas, favorece a que -a través de su calificación- se refleje mejor la realidad de éstas y, a su vez, a que la información se acerque al ideal de confiabilidad (ROJAS, 2007).

## **Capítulo 1: Calificación de riesgos en la teoría**

En este primer capítulo, se tratarán los aspectos formales que hacen al negocio de las calificadoras de riesgo, como ser la explicación de su funcionamiento (conceptos, criterios de evaluación, tipos de análisis realizados, etc.) o la enunciación de las distintas ventajas con que cuenta el mercado al tener empresas evaluadoras. Además de ello, se brindará un breve comentario sobre los puntos más importantes contemplados en la Ley 1.056/97, creadora y reguladora de las empresas calificadoras en Paraguay.

### **A) Funcionamiento de las calificadoras de riesgo**

El mercado de valores de una economía en particular está compuesto por numerosos agentes. Entre ellos, las sociedades dedicadas a la calificación del riesgo crediticio desempeñan un papel preponderante en el desarrollo de dicho mercado. Estas empresas cuentan con una función exclusiva consistente en juzgar la capacidad de pago por parte de una empresa emisora de títulos valores para hacer frente a sus obligaciones.

Tal evaluación se efectúa mediante un sistema de calificación, el cual organiza a los distintos instrumentos y entidades emisoras en categorías, según la probabilidad de impago del principal e intereses que pueda tener la emisora, las características propias del instrumento negociado, así como otros factores que puedan considerarse de importancia. El sistema de calificación difiere para cada sociedad evaluadora en particular, aunque los resultados proporcionados por una no suelen diferir demasiado de los de otra. Por ejemplo, las 2 mayores sociedades de calificación de riesgos en el mundo -Moody's Investors Service (Moody's) y Standard & Poor's Corporation (S&P)- suelen llegar a conclusiones similares en las evaluaciones, pese a que cada una cuenta con un sistema y criterios de calificación diferentes.<sup>1</sup>

No obstante, la opinión que brindan las empresas calificadoras no ha de ser confundida con un consejo o recomendación para la inversión en títulos valores, sino que debe entenderse como una evaluación -considerada altamente imparcial- del riesgo que representan estos activos comercializados en el mercado. En base a este "ranking", los

---

<sup>1</sup> Los detalles concernientes a los índices de calidad se presentan en el Apéndice al final del trabajo.

inversionistas y emisores arbitran cantidades (volumen de la emisión) y precios (rendimiento de los valores) en la comercialización de estos instrumentos. A menor riesgo por incumplimiento (es decir, mejor evaluación), mayor será la probabilidad de recibir pagos en el futuro.

La calificación que surja de las sociedades evaluadoras sobre el riesgo crediticio de las emisiones o emisoras, estará basada en un análisis tanto cuantitativo como cualitativo, de acuerdo a la naturaleza de la emisión, la entidad que emite los activos financieros, el desempeño particular de ésta y su cultura empresarial.

Por un lado, el aspecto cuantitativo se orienta al análisis profundo de los estados financieros del emisor, así como a la formulación de ratios financieros y al estudio de los flujos de caja basados en datos históricos. Esto permite a la calificadora obtener una medida del éxito alcanzado por la entidad evaluada en la implementación de estrategias pasadas frente a sus competidores, acreedores y la productividad del patrimonio de la empresa.

Por otro lado, el aspecto cualitativo sirve como complemento del cuantitativo, al ir más allá de la frialdad de los números e incorporar ciertas razones subjetivas a la evaluación pertinente. Debe entenderse que la subjetividad no implica un sesgamiento o distorsión de la calificación; simplemente incorpora otros factores que difícilmente puedan analizarse en forma numérica. Entre ellos, se tiene la calidad de la administración que maneja la compañía, los planes y estrategias que se preparan para el futuro, las políticas de control y auditoría llevadas a cabo por la empresa, la calidad de los recursos humanos con que cuenta, la asignación de recursos hacia actividades de investigación y desarrollo (I + D), etc.

Por lo tanto, no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a un determinado resultado en la evaluación de riesgos, sino que deben atenderse además ciertos factores que hacen al funcionamiento diario de la empresa pero que difícilmente puedan ser mensurables.

## **B) Ventajas y oportunidades que brindan las sociedades calificadoras**

La mayoría de los agentes que participan en este mercado se apoyan en las sociedades calificadoras, al saber que estas últimas se encuentran constantemente monitoreando la solvencia de las entidades emisoras y manteniéndolos informados sobre cualquier situación que pudiera afectarles. Otro aspecto por el cual se confía en las agencias que evalúan el rating crediticio tiene que ver con el costo propio del análisis de crédito. En efecto, algunos inversionistas institucionales pueden llegar a tener su propio departamento encargado de analizar tanto instrumentos como entidades. La mayoría, sin embargo, y prácticamente todos los inversores individuales, no disponen de los recursos o el tiempo necesarios para conducir estos estudios pormenorizados. Por ello, ven necesaria la participación de una empresa calificadora que se dedique plenamente a tales labores y cobre un precio razonable por la realización de este servicio, al distribuirlo entre los numerosos emisores que requieren de ella.

Como se dijo en la sección anterior, la evaluación es un indicador del riesgo de que un emisor incumpla una obligación, por lo que tiene una influencia directa sobre la tasa de interés de un activo financiero y el costo de la deuda para la empresa. Significa entonces que una buena calificación dictaminada por la entidad especializada reduce el costo de financiamiento para las empresas necesitadas de capital, a la vez que proporciona tranquilidad a los inversionistas mediante la transmisión implícita (a través del “rating” otorgado) de que sus inversiones son relativamente seguras.

Otro aspecto a tener en cuenta es que gran parte de los títulos valores (especialmente los de deuda) son adquiridos por inversionistas institucionales (llámese bancos, compañías de seguros, fondos patrimoniales de inversión y de pensión, etc.) y no por particulares. Dado que estas instituciones suelen tener restricciones en la calidad de los instrumentos que adquieren (por ejemplo, los bonos que pueden comprar los fondos de pensión han de contar con una alta capacidad de pago, o sea, una calificación de BBB o superior), a las compañías emisoras les convendrá orientar todos sus esfuerzos hacia la obtención de una buena evaluación por parte de la sociedad calificadora para poder colocar sus activos financieros. Este hecho es beneficioso para todo el mercado, puesto que la empresa gozará -o buscará los medios para poder disponer- de buena salud financiera y los inversionistas exigirán un menor rendimiento por la compra de dichos títulos, al verse disminuida la probabilidad de incumplimiento.



Por otro lado, la calificación de riesgos posibilita la ampliación del número de participantes (tanto emisores como inversionistas) que acuden al mercado. En efecto, el temor que pueda experimentar una empresa deseosa de captar capital en el mercado de valores, debido a la posibilidad de que no pueda colocar todos los títulos que emita o que tenga que pagar un alto rendimiento por ellos, se ve diluida por la presencia de estas sociedades evaluadoras del rating crediticio. La obtención de una calificación elevada por parte de estas últimas proyecta una imagen positiva de la compañía emisora hacia el público inversionista, lo cual mejora las condiciones de financiamiento: aumenta el volumen de dinero que puede captar la empresa y disminuye el costo del mismo (menor interés que pagar a los prestamistas), al tiempo que favorece su posición competitiva. Los inversionistas, por su parte, acudirán en mayor medida a este mercado al ver que las empresas operantes poseen altos estándares de eficiencia, solvencia y rentabilidad.

Por último, la calificación de riesgos facilita a los inversores la toma de decisiones, al permitirles comparar en forma más sencilla las diversas alternativas de inversión que pudieran tener, como así también simplificar el diseño de sus portafolios de inversión, según el perfil de riesgo de cada uno.

A medida que el mercado bursátil se vuelve más grande, más difícil será el análisis detallado de cada instrumento o empresa, por lo que la evaluación del riesgo crediticio irá cobrando mayor importancia.

### **C) La Ley 1.056/97**

Dentro del mercado de valores paraguayo, se tiene -al igual que en la mayoría de los países del mundo- un marco jurídico destinado exclusivamente al funcionamiento y control de las compañías evaluadoras de riesgo. A la cabeza de dicho marco, se ubica la Ley 1.056/97 “que crea y regula a las sociedades calificadoras de riesgo” en este país.

La definición que plantea la norma legal respecto de esta clase de entidades dice lo siguiente: “*Son sociedades calificadoras de riesgo las que tienen por objeto exclusivo la calificación del riesgo de las acciones o cualquier otro título valor, sujetos o no al régimen de la oferta pública, por medio de un proceso de análisis y evaluación de la*

*solvencia del emisor y las posibilidades de recuperación de las inversiones*” (Art. 1). Quiere decir que en nuestro mercado pueden ser evaluados todos los títulos comercializados, sean estos acciones, bonos, pagarés,..., sin necesidad de que la oferta de estos instrumentos se realice públicamente (una oferta pública involucra la participación de dos o más inversionistas; una oferta privada solamente uno). Este análisis efectuado por la calificadora tendrá en cuenta dos aspectos, según la ley, y que son:

- 1- La solvencia que pueda disponer el emisor en un momento dado
- 2- La probabilidad de que pueda recuperarse el dinero invertido en los títulos valores

En lo que respecta a la autorización y al control de las certificadoras de riesgo, corresponde a la Comisión Nacional de Valores (CNV) llevar un registro de las entidades que se encuentren operando en el mercado y aplicar las sanciones estipuladas en la ley, según corresponda.

Entre los requisitos más importantes que deben cumplirse para poder constituirse en calificadora, figuran los siguientes:

- 1- Tener un capital integrado de USD 125.000 (en efectivo), el cual deberá mantenerse permanentemente mientras dure la autorización otorgada por la CNV
- 2- Presentar ante este organismo regulador la metodología de calificación que piensa emplear la entidad así como el manual de procedimientos correspondiente, de tal forma que sean aprobados por el primero
- 3- Constituirse en Sociedad Anónima (SA)

En cuanto al dictamen final proveído por la empresa calificadora sobre algún activo financiero comercializado, éste se encuentra a cargo de un Consejo de Calificación (y no del Directorio), el cual funciona en forma permanente dentro de la entidad y debe atenerse a numerosos requisitos fijados por la ley (ej: ha de estar integrado por tres miembros como mínimo; los consejeros duran dos años en sus cargos con posibilidad de reelección; tiene que realizar sesiones conjuntas al menos una vez al mes en forma ordinaria; etc.).

A modo de asegurarse de que la sociedad calificadora exprese una opinión independiente sobre el riesgo de los valores emitidos, ésta se abstendrá de evaluar instrumentos financieros cuando algunos de sus miembros sean personas con interés en

un emisor determinado por los beneficios que pudieren conseguir al analizarlos, ya sea directa (para sí mismos) o indirectamente (para algún tercero). Las penas impuestas por esta normativa para aquellos consejeros que la transgredieren, pueden llegar hasta una multa por el valor facial del activo financiero calificado.

La Ley 1.056/97 prevé también la contratación permanente de las sociedades de calificación de riesgos por parte de aquellas compañías emisoras de títulos de deuda (no así para los demás tipos de instrumentos financieros), en vista de que se trata de un compromiso (préstamo) a ser honrado en el futuro.

Las opiniones que puedan brindar las calificadoras deberán ser continuamente actualizadas y publicadas abiertamente por ellas, según lo determine la CNV. Asimismo, este ente regulador podrá designar -si así lo creyese conveniente- una sociedad evaluadora a un emisor determinado, con el objeto de efectuar un análisis de sus valores en forma adicional. Para los activos que no sean considerados como títulos de deuda (ej: acciones), la evaluación se llevará a cabo a solicitud de las empresas emisoras, salvo orden expresa de la CNV con causa justificada.

En lo que concierne a las categorías de calificación, la ley establece distintos niveles para cada tipo de instrumento analizado. De hecho, las categorías difieren según que el valor sea un título de deuda a corto plazo (ej: pagaré), a largo plazo (ej: bono), un título accionario o represente una cuota perteneciente a algún fondo de inversión. La utilización de subcategorías de calificación podrá ser autorizada por la CNV cuando así lo solicite la sociedad evaluadora.

Por último, la Ley 1.056/97 dispone que los honorarios y aranceles correspondientes al servicio de calificación serán fijados libremente por las partes intervinientes (es decir, por las empresas emisoras y calificadoras) y hacerse públicos en todo momento, de tal forma a evitar asimetrías en la información. En el caso en que no hubiere acuerdo entre las partes respecto a la comisión cobrada por este servicio, la CNV podrá tomar riendas en el asunto y fijar por cuenta propia el precio a pagar.

Como se ha visto en esta primera parte del estudio, el funcionamiento esperado de las entidades certificadoras es altamente beneficioso para el mercado de valores en su

conjunto. Existen, en contrapartida, ciertos inconvenientes en el caso paraguayo que impiden la efectiva instalación de estas sociedades, por lo que es menester conocerlos y entenderlos de tal forma a poder subsanarlos correctamente en el futuro.

## **Capítulo 2: Problemas para la instalación de calificadoras en el país**

El segundo capítulo abarcará las dificultades más importantes con que deben toparse las entidades analizadoras de crédito para poder establecerse en el mercado de valores paraguayo, entre las que se encuentran: las barreras contenidas en el marco legal vigente, el reducido tamaño del mercado bursátil nacional y los rasgos particulares que caracterizan a la economía de este país en vías de desarrollo (ej: inseguridad jurídica, riesgo político, corrupción, etc.).

### **A) Dificultades encontradas en el marco legal**

Uno de los principales obstáculos que existen para el establecimiento de sociedades calificadoras de riesgo en el Paraguay tiene que ver con ciertas falencias contenidas en el marco legal subyacente; más precisamente, dentro de la Ley 1.056/97 enunciada en el capítulo anterior.

Esta ley cuenta, en efecto, con numerosas imperfecciones que, en vez de fomentar el establecimiento de las empresas certificadoras, terminan por frenarlas y disuadir su instalación. La más importante de esas deficiencias consiste en el capital que deben constituir dichas sociedades, el cual asciende a USD 125.000 -según se ha visto en la primera parte de este trabajo- y se considera sumamente excesivo para lo que representa el volumen de transacciones efectuadas en el mercado de valores paraguayo. Las calificadoras analizan entonces si el mercado justifica su inversión, como así también el tiempo en el que piensan recuperar el capital invertido inicialmente. Si a esto le añadimos el hecho de que ese capital integrado ha de mantenerse en forma permanente mientras dure la autorización de la CNV, es posible que ellas desistan de instalarse en el país por la baja rentabilidad que obtendrían en ese lapso de tiempo.

Asimismo, existen inconvenientes con el Consejo de Calificación que debe formar cada evaluadora de riesgo. La Ley 1.056/97 establece una gran cantidad de requisitos y formas de comportamiento de parte de los consejeros que restringen en gran medida su margen de maniobra dentro de la entidad. Cada empresa de calificación tiene distintas maneras de operar, las cuales dependen en parte de la flexibilidad que pueda tener el

Consejo en cuanto a la frecuencia de las sesiones, su composición, el quórum necesario para las reuniones, etc. Además, se exige que los Consejos funcionen permanentemente dentro de las entidades, cuando la tendencia internacional se orienta más bien a que éstos puedan estar asentados momentáneamente en otros lugares (ej: Nueva York, Londres, México D.F., etc.) a la hora de tomar decisiones.

Por otro lado, el marco legal vigente obliga a que las calificadoras de riesgo internacionales que se encuentren interesadas en el mercado de valores paraguayo tengan que domiciliarse en este país, lo cual constituye un gasto extremadamente grande para lo que es el tamaño de dicho mercado. Tanto el derecho de franquicia como cualquier otro requisito que haya que pagar por usar el nombre de la entidad internacional, no podrán compensar a la hora actual lo que se cobra en el mercado por el servicio de calificación.

Otro problema importante encontrado en la ley tiene que ver con los objetos que pueden ser susceptibles de evaluación por parte de las empresas calificadoras. En efecto, la actual normativa estipula que sólo podrán realizarse análisis crediticios sobre los instrumentos financieros negociados y no sobre las entidades emisoras. Esto restringe bastante el rango de calificación, puesto que una elevada proporción de las ganancias obtenidas por las certificadoras proviene justamente de la evaluación que puedan llegar a hacer sobre los emisores. Además, el hecho de excluir a estos últimos de posibles análisis disminuye la transparencia del mercado, al no saber los inversionistas cómo se encuentra la empresa u organismo al que le están confiando su dinero.

Respecto a la posición de la CNV como organismo fiscalizador de las sociedades calificadoras de riesgo, puede decirse que su papel -dentro del actual marco jurídico- es altamente intromisivo. Un ejemplo de ello es que esta comisión tiene la potestad de intervenir en cualquier situación en donde las partes no sean capaces de llegar a un acuerdo sobre los honorarios y aranceles por el servicio de rating crediticio. No le corresponde, en realidad, al Estado la resolución de tales problemas de fijación de precios, sino que deberían de solucionarse por la propia oferta y demanda en el mercado de valores.

De la misma manera, tampoco es beneficioso para este mercado que las sanciones previstas para las personas que incumpliesen las normativas prefijadas estén contempladas en la ley misma (sería mejor -por ejemplo- que aparezcan en las resoluciones reglamentarias generales, las cuales cuentan con una menor rigidez que la ley a la hora de su modificación), puesto que reduce la capacidad de adecuación que pudieran tener los agentes participantes ante la propia dinámica del mercado. De más está decir que la pena consistente en una multa por el valor del instrumento financiero calificado para aquellos consejeros que violasen la ley (ya sea en forma dolosa o culposa), es sumamente elevada y desincentiva a cualquier persona de querer integrar el Consejo de Calificación.

Finalmente, la Ley 1.056/97 describe las categorías de calificación que deberá emplear una sociedad evaluadora de riesgo, de acuerdo al título valor que se halle sujeto a su análisis. Esto genera inconvenientes en el mercado por dos motivos. En primer lugar, los parámetros de calificación varían a través del tiempo. Por lo tanto, se tendrían dificultades para cambiar los estándares de calificación conforme vaya pasando el tiempo y evolucionando el mercado bursátil (mismo problema que en el párrafo anterior respecto a la modificación de una ley). En segundo lugar, cada empresa utiliza distintas nomenclaturas y procesos de evaluación. No hay motivo alguno para que esos estándares deban ajustarse a lo establecido por cada país en especial, puesto que varias calificadoras prestigiosas internacionalmente (como Moody's o S&P) son reconocidas justamente por ello. En mercados integrados, lo que se busca precisamente es la estandarización de esos parámetros por cada calificadora de riesgo y no por cada país. Ir en contra de la corriente sería, para el Paraguay, aislarse de los demás mercados y capitales del mundo.

## **B) Estrechez del mercado**

Si bien la Ley 1.056/97 vigente hasta la fecha, constituye el principal problema para la instalación de calificadoras de riesgo en el país analizado, existen otros factores que también desmotivan su presencia. Uno de ellos tiene que ver con la estrechez del propio mercado de valores paraguayo.

Efectivamente, los activos que se comercian a través de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción SA (BVPASA) no alcanzan siquiera el 1% del Producto Interno Bruto (PIB) del país (para el periodo 2007, las activos negociados por esta vía fueron estimados en USD 60 millones). Esta realidad desincentiva en cierta medida la venida de empresas calificadoras, puesto que no es fácil extraer una rentabilidad aceptable de un mercado tan pequeño como éste. Pese a que el mismo ha venido registrando un continuo crecimiento en los últimos 10 años, llegando casi a duplicarse el volumen de transacciones en el año 2006, su estado de desarrollo continúa siendo el de insipiencia y, en consecuencia, provoca dudas en cuanto a los beneficios que puedan conseguir sus participantes, incluidos aquellos que evalúan el rating crediticio.

Por otro lado, estos cuestionamientos sobre la rentabilidad hacen pensar seriamente en que quizás no haya lugar suficiente en el mercado de valores de este país sudamericano para más de una sociedad calificadora. Si a duras penas pudiera una entidad de éstas mantenerse en el mercado, sería muy difícil (sino imposible) para otras de que estén dispuestas a acompañarla y brindar así opciones diferentes a los inversionistas y emisores sobre los títulos que analizan.

Ligado a esto, se encuentra lo mencionado anteriormente respecto a la obligatoriedad por parte de la Ley 1.056/97 de que únicamente sean susceptibles de calificación los instrumentos financieros comerciados, y no así las entidades que los emiten. Dicha disposición limita aún más el alcance del mercado de valores, al someter a las compañías certificadoras a concentrar sus esfuerzos en tan sólo una dimensión del mercado (las emisiones) y no en la totalidad del mismo (tanto las emisiones como los emisores). Lógicamente, esta traba reduce los beneficios potenciales de las evaluadoras y desalientan su posible llegada al Paraguay.

Otro factor que puede llegar a ser un impedimento, tanto para la instalación de sociedades calificadoras de riesgo como también -y en consecuencia- para el propio desarrollo del mercado de valores (ambos están correlacionados positivamente), es el hecho de que la economía paraguaya está compuesta principalmente por pequeñas y medianas empresas (PYMES). El mercado bursátil no escapa a esta realidad, la cual tiene como efecto directo la realización, por lo general, de emisiones poco importantes en valor monetario. Tal circunstancia conduce entonces a que las comisiones cobradas



por el servicio de calificación no sean lo suficientemente significativas como para cubrir el costo de operación y establecimiento en el país, puesto que suelen ser un porcentaje del valor de la emisión. A esto se le puede sumar la posibilidad de que muchas empresas operantes, debido a su reducido tamaño, sencillamente no puedan pagar los costos de evaluar un instrumento financiero emitido por ellas, derivándose esta situación en un perjuicio aún mayor sobre el crecimiento y desarrollo del mercado de valores.

Ahora, suponiendo que el artículo primero de la Ley 1.056/97 pudiera ser corregido para incluir la calificación de entidades, aún así sería dudosa la venida de las sociedades certificadoras de riesgo. El número escaso de bancos y otras entidades de crédito que se encuentran presentes en nuestra plaza y que podrían analizarse en términos de riesgo crediticio, induce a pensar que el sólo hecho de agrandar el rango de objetos calificables podría no ser suficiente para atraer a las empresas calificadoras.

Asimismo, las restricciones por parte de ciertos inversionistas institucionales de no poder invertir en títulos valores cuyo rating se encuentre por debajo del grado de inversión (es decir, BB y menor), hace que estos recursos disponibles se destinen a actividades que, posiblemente, no sean tan productivas como las que se derivarían del mercado de valores; sería como un segundo óptimo. Este mercado se encontraría, consecuentemente, por debajo de su potencial y frenaría así cualquier proyecto de establecimiento que pudiera tener una empresa calificadora de riesgos en el país. Visto desde otro ángulo, la ausencia de certificadoras significa que los inversionistas institucionales no tienen forma de saber cuál es el grado de riesgo que conlleva la inversión de sus fondos en tal o cual instrumento (y/o emisor), por lo que terminan destinando sus recursos a otras actividades, ya sea por motus proprio o porque la ley les induzca a hacerlo.

Una causa final por la cual el mercado no ha alcanzado aún su nivel potencial es que el Estado no ha emitido hasta el momento títulos de deuda a través de la Bolsa, sino por intermedio del Banco Central del Paraguay (BCP). La alternativa de cambiar la forma de emisión de la deuda soberana en favor del mercado bursátil provocaría una ampliación considerable del mismo, atrayendo tanto a inversionistas como a nuevas entidades que vieran la posibilidad de captar un mayor volumen de capital mediante este mecanismo. El resultado sería, por tanto, un mayor incentivo para el establecimiento de

calificadoras de riesgo, en vista de las mejores ganancias que pudieran recibir por sus servicios.

### **C) Características propias de la economía paraguaya**

Las sociedades que se dedican a la evaluación del rating crediticio, tanto de empresas como de activos financieros, tienen otros motivos para no realizar sus operaciones en Paraguay y que tienen relación con los rasgos propios de esa economía.

Uno de ellos (y posiblemente el más importante) representa la inseguridad jurídica. La instaurada cultura que se tiene de incumplir las leyes nacionales, en virtud del bajo costo incurrido por la persona infractora al no aplicársele correctamente las debidas sanciones, constituye un motivo principal para que la sociedad evaluadora de riesgos desista de participar en el mercado. Por ejemplo, podría ocurrir perfectamente que un inversionista decidiera demandar a una entidad calificadora por haber confiado en sus dictámenes y perdido posteriormente todo su dinero en el mercado de valores. Sin embargo, la pérdida sufrida por el inversionista no se debe necesariamente a un errado proceso de evaluación por parte de la sociedad especializada, sino que el mismo inversor pudo haber tomado decisiones equivocadas en cuanto a dónde colocar su dinero (téngase en cuenta que la evaluación no representa bajo ninguna circunstancia una recomendación para la inversión, como se mencionó anteriormente en este trabajo). Las falencias en el ámbito jurídico local referente a los procesos de juzgamiento, podrían terminar en una sentencia favorable al demandante (o sea, el inversionista), quien deberá ser resarcido económicamente y sin motivo válido alguno por la entidad calificadora.

En relación a la inseguridad jurídica, se encuentra el fallo de la corrupción, reinante en todos los ámbitos de la sociedad paraguaya. Los burocráticos trámites legales que cualquier empresa ha de realizar para poder constituirse como tal y comenzar a operar, suelen acarrear el pago de distintas “compensaciones” e “incentivos” (coimas) a los funcionarios públicos, con el objetivo de intentar agilizar el papeleo necesario correspondiente. Por otro lado, el interés que potencialmente pudieran tener ciertos agentes en que no se instalen las sociedades certificadoras (como por ejemplo, una

empresa que cotiza sus acciones en el mercado bursátil y que no quiera una evaluación de sus estados contables porque son “desastrosos” y repercutirán en forma negativa sobre el precio de esos activos financieros) podría llegar a provocar una fuerte presión por parte de estos agentes hacia los organismos públicos en vistas de frenar su establecimiento, aunque en la realidad no exista justificación valedera para ello.

En referencia a esto último, la renuencia que tienen las entidades locales -tanto privadas como públicas- a revelar la información solicitada (en algunos casos considerada obligatoria y de conocimiento público), denota de nuevo la falta de transparencia que caracteriza a la economía paraguaya y que perjudica a cualquier proyecto de crecimiento y desarrollo económico sano que se planee. El mercado de valores también se ve afectado por ello y su progreso, en cuanto a la presencia de calificadoras de riesgo por ejemplo, se verá enlentecido en tanto no se superen estos obstáculos impregnados en la sociedad analizada. Ninguna certificadora querrá ofrecer un servicio en el que las empresas calificadas hagan lo posible por ocultar la información solicitada o sólo entreguen los datos que a ellas les convenga. El desinterés será mayor cuanto menos fuerza tengan los organismos reguladores para imponer el cumplimiento de las normas legales y obligar a que se entregue la documentación pertinente en los casos requeridos.

En un ámbito más amplio, el riesgo político reflejado por una inestabilidad del régimen democrático bajo el cual se vive, es un rasgo particular no sólo de aquél país sino también de la gran mayoría de las naciones que componen el continente latinoamericano. Desde la vuelta a la democracia en 1989, la posibilidad de que se lleven a cabo golpes de estado y se instalen a la postre gobiernos de facto, ha sido un motivo de preocupación siempre latente en la sociedad paraguaya, lo cual conlleva efectos altamente nocivos en lo estrictamente referente a la inversión extranjera, por ejemplo. Las calificadoras de riesgo internacionales, por lo tanto, pensarán dos veces (cuando menos) antes de instalarse en un país con alta inestabilidad política como aquél.

Finalmente, un último punto a considerar y resaltar es el prácticamente nulo nivel de integración que ha alcanzado hasta hoy el mercado de valores paraguayo respecto de las otras plazas financieras mundiales. Si bien, por un lado, esta falta de relación con otros mercados puede tener ciertos aspectos positivos (ej: se espera que la crisis “subprime”

que se está produciendo actualmente en Estados Unidos y Europa pueda llegar a tener un impacto en la economía paraguaya a través del sistema bancario, pero no vía el mercado bursátil), por otro, la mayoría de las consecuencias para el desarrollo del mercado de valores y de la economía en su conjunto son, en su mayoría, negativas. La entrada de capitales provenientes del extranjero, los cuales son sumamente necesarios para financiar los proyectos de inversión dado el insuficiente ahorro que genera el país, se ve cortada a través de este mecanismo. Sólo pueden ingresar por el sistema bancario que, en repetidas oportunidades, ha desplazado los proyectos de inversión física en favor de -por ejemplo- compras de Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) emitidos por el BCP, los cuales favorecen poco o nada al crecimiento económico nacional.

La disuasión que provocan los problemas encontrados en esta segunda parte del trabajo respecto al establecimiento de empresas calificadoras de riesgo, tienen profundas consecuencias para el mercado bursátil en Paraguay. Una de ellas está ligada a la completitud de dicho mercado en el presente, mientras que otra pretende pronosticar las futuras acciones a llevarse a cabo sobre el mismo.

### **Capítulo 3: Repercusiones de la falta de calificadoras**

En el tercer y último capítulo, se darán a conocer las implicancias que tiene la inexistencia de empresas certificadoras de riesgo en el mercado paraguayo. Para ello, se hará especial énfasis en el aspecto “inconcluso” que presenta dicho mercado a la hora actual (ej: ausencia de Bolsa electrónica y de Caja de Valores), así como también se emitirá una opinión sobre el futuro que le depara a la Bolsa en este país.

#### **A) Un mercado de valores incompleto**

El mercado de valores en el Paraguay inició sus operaciones comerciales recién en el año 1993, con la creación de la BVPASA y del organismo regulador correspondiente (CNV). En vista de la insipiente de dicho mercado, se podría pensar que ciertas funciones dentro del mismo no se estarían ejecutando como debieran/quisieran o que inclusive podrían no existir en la actualidad algunos órganos, considerados de vital importancia para su desenvolvimiento.

En efecto, tales situaciones existen, comenzando por la propia ausencia de calificadoras de riesgo analizada a lo largo de este trabajo, que merman el desarrollo bursátil del país. A pesar de tener un marco reglamentario destinado a la creación y regulación de estas sociedades (Ley 1.056/97), se ha visto que las numerosas deficiencias encontradas en el texto legal desalientan -paradójicamente- la instalación de certificadoras. Eso ha conducido a que varias personas interesadas en la expansión del mercado bursátil, tanto del sector público como privado (incluyendo a la CNV, las Casas de Bolsa, la mayoría de las empresas emisoras y el público inversionista, entre otros), estén realizando grandes esfuerzos hoy en día por modificar el marco legal vigente, de manera a aprobar una nueva reglamentación que solucione los inconvenientes descritos en el capítulo anterior y enmarcados en la Ley 1.056/97. De hecho, las autoridades de la CNV, en consenso con otros organismos e individuos, han elaborado y remitido recientemente al Congreso Nacional paraguayo un proyecto de ley que revocaría la norma jurídica citada precedentemente y contemplaría las reformas mencionadas (además de algunas otras), en orden a concretar el objetivo final de que se

instalen entidades evaluadoras del riesgo crediticio en el mercado y favorecer así su desarrollo.

En la realidad, y ante la ausencia de empresas calificadoras, los intermediarios bursátiles (casas de bolsa) deben -dentro de los servicios que ofrecen a los agentes que negocian en Bolsa- incluso analizar los títulos valores emitidos y a sus entidades buscadoras de financiamiento con la información contenida en los prospectos de emisión presentados ante la CNV, sumada a la evaluación de algún que otro estado contable. Todo este proceso se ve realizado en la actualidad sin cobrar comisión alguna por parte de las casas de bolsa, de manera a promocionar aún más los beneficios reportados por este tipo de mercados. El objeto principal de estos intermediarios, sin embargo, no consiste en evaluar a entidades e instrumentos, sino en encontrar las puntas compradoras y vendedoras para poder colocar los activos financieros que se negocian, así como también facilitar la estructuración de emisiones en cuanto al plazo y rendimiento de las mismas. Por lo tanto, no pueden -bajo ninguna circunstancia- suplir el rol que las calificadoras están preparadas para asumir.

Otro de los percances que genera la inexistencia de evaluadoras de riesgo es la falta de gobierno o principio corporativo dentro de las empresas emisoras, lo cual -en el caso de que lo hubiese- influiría positivamente en la transparencia del mercado para saber quién es quién y qué es lo que hace realmente esa persona física o jurídica en el mismo. Como se vio en forma precedente dentro de este estudio, la transparencia y honestidad no son precisamente las características más sobresalientes de la economía paraguaya. Los datos que publican las compañías en un momento dado sobre lo bien que realizan sus operaciones, no necesariamente reflejan la realidad. Por lo tanto, el simple hecho de que esté presente una sociedad que analice al emisor, la emisión, y sobre todo a la empresa en funcionamiento, nos permite acercarnos al ideal de que los datos que presentan son completamente ciertos (o por lo menos en buena parte), repercutiendo además en un menor nivel de rendimiento demandado por los inversionistas puesto que la información que revelan los emisores es fidedigna.

En relación a esto último, se estaría minimizando entonces la asimetría en la información existente en el mercado. Los inversores, al tener mejores datos sobre las empresas que cotizan en bolsa y los títulos valores emitidos por éstas, estarían

potencialmente más aptos para elegir a quién confiar su dinero y a quién no, de acuerdo a la aversión al riesgo de cada uno. Los índices de calidad dictaminados por una calificadora de riesgo le facilitan esta tarea al inversionista y le brindan la tranquilidad necesaria para confiar en sus evaluaciones, puesto que es a ello que se dedican estas sociedades. El rendimiento que demanden por las inversiones realizadas estará más acorde con el riesgo verdadero que implique cada una de ellas, provocando que el mercado de valores sea más puro, confiable y por ende más atrayente.

Pese a que el volumen de transacciones en el mercado bursátil paraguayo ha crecido enormemente en los últimos 5 años, su crecimiento y desarrollo siguen siendo menores al potencial. Como se vio, la ausencia de empresas que analicen el riesgo crediticio es un factor que influye en este “subdesarrollo”. Otros dos factores muy importantes que inciden en él son la falta de:

1- Bolsa electrónica

2- Caja de Valores

La primera, por su parte, ayudaría a aumentar el volumen de activos negociados y disminuir los costos de comercialización. Tanto el operador de bolsa (broker) como el inversionista pueden seguir los movimientos bursátiles y ejecutar las órdenes desde cualquier lugar y en tiempo real, sin necesidad de tener que trasladarse físicamente al recinto de la Bolsa para poder operar. Además de eso, no habría motivo para tener que emitir instrumentos financieros de manera material (es decir, en papeles), sino que la compra y venta de ellos en forma virtual agilizaría su negociación y evitaría problemas de robo o extravío. En cuanto a la Caja de Valores, es una sociedad que se encarga de las compensaciones de dinero entre las entidades que emiten los valores y las personas que invierten en ellos. Dicho de otra forma, actúa como un mediador en la transferencia de capitales, desde los que poseen dinero ocioso hacia los que necesitan financiamiento. La presencia de este tipo de sociedades simplificaría el traspaso de fondos y libraría a las Casas de Bolsa de tener que ocuparse de este tipo de tareas que no hacen a su función primaria. Por lo tanto, su establecimiento permitiría una disminución de costos en cuanto al riesgo tanto de las transferencias de dinero como de la desmaterialización de los títulos valores, lo cual va a reflejarse en menores costos y mayor volumen de negociación.

## **B) El futuro del mercado bursátil en Paraguay**

El porvenir del mercado de valores en Paraguay es bastante auspicioso. Su continuo crecimiento a lo largo de estos últimos años ha demostrado que la Bolsa en este país sudamericano cuenta con mucho potencial y que aún no ha sido explotado en su totalidad.

El cambio del marco jurídico reinante para las calificadoras de riesgo es prácticamente un hecho; sólo faltaría la aprobación por parte de los legisladores para que pueda entrar en vigor. A decir verdad, ya se tienen ofertas provenientes de prestigiosas entidades internacionales dedicadas a la calificación de riesgos, para que puedan ingresar a nuestro país apenas entre a regir la nueva disposición legal. Esta normativa, que sustituiría a la Ley 1.056/97, contempla diversos cambios respecto a su antecesora. En cuanto al capital mínimo que deben integrar las sociedades calificadoras, el proyecto no determina un monto específico sino que deriva este requisito a una resolución de carácter general, lo cual es mucho más flexible por dos motivos:

1- Es más fácil cambiar una resolución que una ley, de acuerdo a las circunstancias del mercado.

2- Es más adaptable a la situación de cada certificadora de riesgos en particular (tamaño, número y monto de las emisiones evaluadas, prestigio internacional, etc.). Respecto al Consejo de Calificación, el proyecto de ley modifica ese nombre por Comité de Calificación (como se lo conoce internacionalmente) y prácticamente lo “libera” de cualquier intromisión por parte de la CNV que hubiera tenido con el marco legal anterior. Así también, las categorías de calificación son excluidas en el nuevo proyecto y queda a criterio de las empresas que analizan el rating crediticio decidir los parámetros y el procedimiento de calificación a emplear. En los mercados integrados, se busca promover la estandarización de las nomenclaturas por cada certificadora de riesgos, y no por cada país (como se dijo antes en este trabajo). El aspecto más importante, sin embargo, referente a la nueva ley que entraría vigencia, consiste en la ampliación del rango de evaluación. Efectivamente, se estaría añadiendo a la calificación de títulos valores, el análisis crediticio de las entidades emisoras. Esto último es de vital importancia para este mercado ya que, como se dijo en su momento, una gran proporción de los ingresos de las calificadoras proviene del estudio que hacen sobre las empresas y organismos que operan en Bolsa. Todos estos aspectos, considerados en forma conjunta, fomentarán a que se instalen sociedades calificadoras



de riesgo y empurcerán consecuentemente al mercado de valores, favoreciendo a todos los agentes que participan en él.

En referencia a lo recién mencionado, otros organismos como la Superintendencia de Bancos (SIB) o la Superintendencia de Seguros (SIS) saldrían beneficiados a su vez de la llegada de estas evaluadoras. La SIB, por ejemplo, sabe que la calificación de entidades financieras (CADEF) que realiza es deficiente, por lo que un estudio más detallado sobre el desempeño de este tipo de entidades que vaya más allá de sus estados contables, será de extrema utilidad para mantener la estabilidad y seguridad del sistema financiero. Además, existe un conflicto de intereses en que el Estado no puede ser juez y parte (es decir, no puede ser regulador y calificador) al mismo tiempo.

La existencia de sociedades que certifiquen el riesgo, sencillamente dejaría de lado a las inversiones impulsadas por el “boca a boca” entre las personas sobre el buen nombre de la empresa emisora y los propietarios de la misma (ej: las empresas menonitas inspiran confianza en la gente porque se asume que saben hacer bien las cosas). Se daría lugar entonces a un proceso mucho más detallado y extendido de análisis, basado en los aspectos tanto cuantitativos como cualitativos mencionados en la primera parte del trabajo. Las recientes emisiones respaldadas por garantías fiduciarias han sido aceptadas de muy buena forma por los inversionistas. Esto quiere decir que las personas están deseosas de que sus inversiones cuenten con mayores garantías, si es que se les ofrece. Por lo tanto, la venida de empresas calificadoras sería vista por éstos como un augurio, más que como algo perjudicial a sus inversiones.

Aparentemente, la única desventaja que pudieran causar estas empresas al mercado sería en el caso de que se instalara una sola. En efecto, ningún monopolio es bueno (salvo los naturales). En el caso aquí tratado, se restringirían las opciones de calificación a las que pudiera acudir un emisor y se elevaría -seguramente- el precio cobrado por ese servicio, lo cual desalentaría a las empresas de querer captar fondos a través del mercado de valores.

A pesar de esto, los “pros” son muy superiores a los “contras”, por lo que no sólo se estaría preconizando la llegada de evaluadoras de riesgo a nuestro país, sino que también debería de alcanzarse, tarde o temprano, el objetivo de contar con una Bolsa

electrónica y una Caja de Valores. En cuanto a la primera, puede decirse que, hasta la fecha, las negociaciones con la Bolsa de Rosario (encargada, en principio, de llevar a cabo la modernización de la BVPASA) referentes a su implementación se encuentran bastante avanzadas, por lo que se espera que para el 2010 -a más tardar- el mercado paraguayo pueda ya disponer de un recinto que permita efectuar las transacciones en simultáneo. Respecto a lo segundo, simplemente puede afirmarse que la Caja de Valores llegará en su debido momento, puesto que forma parte de un proceso evolutivo que caracteriza a todo mercado de valores. Lastimosamente, por ahora no se dispone de información relevante sobre ese tema, por lo que habrá que seguir a la expectativa ante cualquier novedad.

Para terminar, ha de destacarse que, de confirmarse estos pronósticos en el corto y mediano plazo, los inversionistas institucionales como las Cajas de Jubilaciones, las compañías de seguros, los fondos patrimoniales de inversión,..., estarán facultados a invertir en el mercado de valores puesto que sabrán el tipo de riesgo que entraña cada activo financiero emitido. De esta manera, los recursos que hubieran permanecido ociosos en el pasado (o invertidos en un segundo óptimo), estarían ahora siendo destinados a las actividades en donde realmente serían productivos y generarían un mayor provecho para todos.

## **CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN**

Las innumerables ventajas y posibilidades que entraña la presencia de sociedades calificadoras de riesgo en un mercado de valores, sugieren que el mercado bursátil en Paraguay no puede continuar “navegando a la deriva” y basarse exclusivamente en emisiones sin garantía que no proporcionen indicio alguno sobre el grado de riesgo que conlleva invertir en ellas.

En ese sentido, para lograr el cambio pretendido, es necesario crear las bases que posibiliten el sólido establecimiento de estas entidades, empezando por el propio marco legal. Han sido demostradas en este estudio las falencias de la Ley 1.056/97 -creadora y reguladora de las empresas que analizan el rating crediticio- vigente en la actualidad, como son el capital mínimo a integrarse, la intromisión en cuanto al funcionamiento del Consejo de Calificación, la descripción de las categorías de calificación que deben utilizar obligatoriamente las certificadoras de riesgo y la no contemplación de evaluar a las entidades emisoras, por citar sólo algunas de las fallas. Pese a que la ley es considerada por muchos como el principal problema, se ha visto también que tanto la estrechez del mercado bursátil como las características particulares de la economía paraguaya (inseguridad jurídica, corrupción, etc.) tienen una influencia significativa en el establecimiento de las calificadoras en ese país.

La inexistencia de las mismas trae como consecuencia, que dicho mercado de valores permanezca en un nivel inferior a su potencial. Las entidades necesitadas de capital no siempre pueden captar todo el dinero que necesitan y, en el caso de hacerlo, deben pagar generalmente un elevado interés por él. Además de esto, el hecho de que este mercado todavía no cuente con una Bolsa electrónica o una Caja de Valores, elementos ambos que hacen a la evolución del mismo, refuerza el grado de subdesarrollo en el que se encuentra y dificulta en mayor medida la venida de empresas analizadoras del crédito. Por fortuna, las personas interesadas en su instalación ya se han percatado de varios obstáculos y han comenzado a actuar en conjunto (organismos públicos y privados) para removerlos, comenzando por un nuevo marco legal que reemplazaría (si es que el Congreso lo aprueba) a la actual ley de calificadoras de riesgo. Se espera también que

haya modificaciones en la emisión de deuda soberana y la participación más agresiva de los inversionistas institucionales en un futuro no muy lejano.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que todos estos cambios van más allá de la instalación de compañías evaluadoras que, casi con certeza, pueda darse más adelante. Es un proceso evolutivo que debe continuar en forma dinámica, sin detenerse, ya que sólo así se podrá conseguir un mercado de valores importante, estable, integrado internacionalmente y que responda a los principios de transparencia, seguridad y competencia exigidos por todos los agentes económicos involucrados en él.

## **BIBLIOGRAFÍA**

AYALA, Gloria (2008). *El Camino de la Bolsa*, entrevista, Revista FOCO, Febrero de 2008, Asunción, N° 11, Pp. 20-21

BESLEY, Scott y Eugene F. BRIGHAM (2001). *Fundamentos de Administración Financiera*, traducido del inglés por Jaime Gómez Mont, 12da edición, México, McGraw-Hill

BORJA, Christian. *Entrevista en Cassette*. Asunción, 10 de octubre de 2008

CORONEL, Daiana A. *El Panorama de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A.* Documento de trabajo. Universidad Nacional de Asunción, San Lorenzo

DE PAULA, Abelardo (2007). *Standard & Poor's Eleva la Calificación de Riesgo Soberano al Paraguay*, en: Revista FOCO, Asunción, N° 3, Pp. 26-27

ESCOBAR, Fernando A. *Entrevista en cassette*. Asunción, 9 de octubre de 2008

FABOZZI, Frank J., Franco MODIGLIANI y Michael FERRI (1996). *Mercados e Instituciones Financieras*, traducido del inglés por Margarita Gómez Escudero, México, Pearson Educación

PANGRAZIO, Miguel A. y Horacio A. PETTIT (2008). *Código Civil Paraguayo y Leyes Complementarias*, 22da edición reformulada, Asunción, Intercontinental Editora

PERALTA, Johana [en línea]. *Curso: Calificadoras de Riesgo en Colombia*  
< <http://www.mailxmail.com/curso/empresa/riesgoencolombia> > (10 de Junio de 2005)

ROJAS, Malvina (2008). *La Calificación del Riesgo: Un Instrumento Necesario para el Desarrollo del Mercado de Valores*, en: Revista PLUS, Asunción, N° 14, Pp. 38-40

YUAN, Rómulo (2003). *Mercado de Valores en Paraguay*, Ciudad del Este, Papyru's Impresiones

[en línea]. *Abogan por Calificadoras de Riesgo para Mejores Créditos a Empresas*  
< <http://www.lanacion.com.py/suplemento.php?sec=62&not=186374> > (12 de Mayo de 2008)

[en línea]. *¿Cuál es la Función de los Clasificadores de Riesgo en un País y Cuáles son los más Destacados?*  
< <http://www.gestiopolis.com/recursos/experto/catsexp/pagans/eco/14/califriesgo.htm> >  
(Junio de 2001)

## APÉNDICE

### **Índices de calidad**

Los dos sistemas de calificación más utilizados en la evaluación de bonos son los de S&P y Moody's. En ambos sistemas, el término "alto grado" da a entender que el riesgo de crédito es bajo, lo cual implica una alta probabilidad de pagos futuros. S&P designa los bonos de más alto grado con las letras AAA, mientras Moody's usa las siglas Aaa. El siguiente grado más alto es AA para la primera calificador y Aa para la segunda. Para el tercer grado de evaluación, ambas emplean la letra A. Luego se tienen tres grados más, designados por las letras BBB, BB y B para S&P; Moody's por su parte, utiliza las nomenclaturas Baa, Ba y B. Existen también bonos con grado CCC (Caa), CC (Ca) y C (C) para S&P (Moody's), que reflejan un mayor nivel de riesgo y, por tanto, una alta probabilidad de incumplimiento. Los títulos de deuda a largo plazo que cuenten con una calificación de D mostrarán que la entidad emisora ya ha incumplido en el pago de alguno(s) de ellos (sean los cupones o el principal). El menor índice de calidad en un bono se representa con la letra E, que significa la suspensión de la evaluación por parte de la compañía analizadora de riesgos, en vista de algún problema interno a la empresa emisora que impide el recogimiento de datos y la provisión de un dictamen serio y transparente. Ambas empresas calificadoras hacen uso también de subcategorías de calificación para proporcionar índices de calidad más estrechos dentro de cada clase. En ese sentido, S&P emplea los signos de más (+) y menos (-), mientras Moody's utiliza los números 1, 2 o 3 para refinar sus evaluaciones (donde 1 denota los bonos más fuertes y 3 los más débiles).

Los bonos tasados "triple A" (AAA o Aaa) son denominados como la "prima" (la más alta capacidad de pago); los "doble A" (AA o Aa) tienen una reputación de "alta calidad"; las emisiones que cuentan con un rating de "una sola A" son de "grado medio alto"; las emisiones calificadas como "triple B" (BBB o Baa) demuestran un "grado medio". Estas cuatro categorías presentadas son las únicas que conforman el "grado de inversión". Todos los títulos de deuda a largo plazo que posean una tasación más baja tendrán elementos especulativos, por lo que serán considerados como "bonos chatarra" o, lo que es lo mismo, "bonos basura".