



Vicerrectoría de Estudios de Posgrado

Trabajo final para optar por el título de:
Maestría en Administración Financiera

Título:
**LAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN EL MERCADO
DE VALORES DE REPUBLICA DOMINICANA**

Postulante:
Lic. Hitler Anibal Rivera Hernandez
Mat. 2013-2159

Tutor:
Dr. Reinaldo Ramón Fuentes Plasencia

Santo Domingo, Distrito Nacional
República Dominicana
Agosto, 2015

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN	ii
DEDICATORIA	iii
AGRADECIMIENTO	iv

CAPÍTULO I: HISTORIA DE LAS FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO ..1

1.1 Antecedentes firmas calificadoras de riesgos.....	1
1.1.1 Agencia de reporte de crédito	2
1.1.2 Prensa especializada en finanzas	3
1.1.3 Banca de Inversión	4
1.2 Principales firmas calificadoras a escala global.	5
1.2.1 Fitch Rating.....	6
1.2.2 Moody's Investors Service	6
1.2.3 Standard & Poor's.....	7
1.3 Las firmas calificadoras en los Estados Unidos.....	7
1.3.1 Certificación por la NRSROs.....	8
1.3.2 Criterios para ser reconocidos por la NRSROs:.....	9
1.4 Las firmas calificadoras de riesgos en Latinoamérica.....	10
1.4.1 Países en los que operan más de 2 firmas calificadoras.....	11
1.4.2 Países en los que operan dos firmas calificadoras.	11
1.4.3 Países en los que opera una sola firma calificadora.....	12
1.4.4 Alianzas estratégicas entre firmas calificadoras en el mercado Latinoamericano.	12
1.5 Firmas calificadoras de riesgos en República Dominicana.	14

CAPÍTULO II. PARTES Y PROCEDIMIENTOS EN LA CALIFICACION DE RIESGO EN REPUBLICA DOMINICANA16

2.1 Necesidad del mercado de una calificación de crédito.....	16
2.2 Aspectos generales del servicio de clasificación.	23
2.2.1 Aspectos generales de la Calificación al emisor o Issue Rating.....	25
2.2.2 Aspectos generales de calificación de la emisión o Issue Rating.....	26
2.2.3 Solicitud de calificación de crédito.	29
2.2.4 Calificación de crédito no solicitada. (comentar en conclusiones) ...	31
2.2.5 Usuarios del servicio de calificación de riesgo	32
2.2.5.1 Inversionistas financieros.	33
2.2.5.2 Intermediarios financieros.	34
2.3 Aspectos básicos de la Evaluación Feller Rate.	35
2.4 Instrumentos calificados por Feller Rate en el mercado de valores de República Dominicana	36
2.5 Instrumentos para medir la posibilidad de cambio de calificación en el corto y largo plazo	37

2.5.1 la perspectiva.....	37
2.5.2 Creditwatch.....	38
2.6 Proceso de calificación de Fitch Republica Dominicana	39
2.7 Aspectos generales de Fitch Republica Dominicana	41
2.8 Instrumentos de calificados por Fitch Republica Dominicana en el mercado de valores dominicano	42
2.9 Instrumentos para nalizar la posibilidad de cambio de calificación en el corto y largo plazo.....	43
2.9.1 Perspectiva (Outlook)	43
2.9.2 Observacion (Watch)	44
2.10 Proceso de calificación de Fitch Republica Dominicana	44
2.11 Participacion del mercado de cada calificadora de riesgo.....	45
2.12 Marco legal que regula las calificadoras de riesgo en Republica Dominicana	47

CAPITULO III: PERSPECTIVAS DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS EN EL MERCADO DE VALORES DE REPUBLICA DOMINICANA.....56

3.1 Fortalezas de la calificación en el mercado de valores de R.D.....	56
3.2 Buena experiencia con las calificaciones	58
3.2.1 Marco legal favorable al crecimiento del mercado de valores.	59
3.2.2 Más de una firma calificadora.....	59
3.3 Debilidades del mercado de valores en RD.....	60

CONCLUSIÓN61

RECOMENDACIONES.....65

BIBIOGRAFIA.....67

ANEXO

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafica No. 1 Proceso de formación de calificadoras de riesgo modernas.....	1
Grafica No. 2 Firmas calificadoras que operan en Perú.	11
Grafica No. 3 Países con dos firmas calificadoras.....	12
Grafica No. 4 Países con una sola firma calificadora.	12
Grafica No. 5 Alianzas estratégicas de Fitch rating en latinoamérica.	13
Grafica No. 6 Alianzas estratégicas de Moody's investor service en latinoamérica.	13
Grafica No. 7 Alianzas estratégicas de Standard & Poor's en latinoamerica.	13
Grafica No. 8 Firmas calificadoras que operan en república Dominicana.	14
Grafica No. 9 Primer banco central.....	16
Grafica No. 10 Billeto de 10 dolares.....	18
Grafica No. 11 Proceso general de calificación de riesgo.	30
Grafico No. 12 instrumentos autorizados a clasifica por Feller – rate en república Dominicana.	36
Grafica No. 13 Tipos de perspectivas de una calificación de riesgo, según procedimiento de Feller rate.	37
Grafica No. 14 Clasificación de creditwatch según procedimientos de Feller Rate.....	38
Grafica No. 15 Proceso calificación de riesgo de Feller Rate.	39
Grafica No. 16 Instrumentos calificador por Fitch rating en república Dominicana.	42
Grafica No. 17 Tipos de perspectivas Fitch Republica Dominicana.	43
Grafica No. 18 Proceso calificación de riesgo de Fitch rating.	44
Grafica No. 19 Numero de emisiones calificadas por firma.	45
Grafica No. 20 Posicionamiento de mercado de firmas calificadoras en república Dominicana.	46

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Lista de calificadoras autorizadas por NRSR	8
Tabla No 2 Numero de agencias creadas por décadas y región.	10

RESUMEN

El estudio que se muestra a continuación, tuvo como objetivo principal mostrar el gran aporte que hacen las firmas calificadoras de riesgos al mercado de valores de la república Dominicana. Se hace una descripción de cómo los mercados funcionaron por mucho tiempo sin la necesidad de esta herramienta así como luego de que entraron a jugar su papel se volvieron indispensables. Las calificadoras son la principal fuente de transparencia en la bolsa de valores de república dominicana, no solo por la objetividad e imparcialidad de su servicio, sino también porque en un país con instituciones débiles como el nuestro, un tercer actor hace un papel de mucho valor. Se muestra el mapa de firmas calificadoras en Latinoamérica así como el dominio que tienen tres firmas calificadoras las cuales controlan el mercado mundial. Se destaca que dichas firmas fueron las creadoras del esquema de evaluación moderno y que el prestigio y la reputación que tienen se traducen en que sean las primeras opciones. También como dichas firmas han realizado alianzas estratégicas en diferentes regiones y así están presentes sin necesidad de entrar por completo. Se describe la metodología de calificación desde un enfoque regional y luego se muestra como las dos firmas calificadoras en república dominicana adecuan estos procedimientos al sector del cliente calificado. Se mostró como prácticamente ambas firmas tienen el mismo procedimiento o los mismos instrumentos de evaluación, solo que cada firma lo llama de una forma diferente.

DEDICATORIA

A Dios por tarde o temprano llevarme por los caminos que he querido recorrer.

A mi sobrino el pequeño Churchill Adrián, que ha venido como una chispa a encender la vida de todos lo que le rodean.

AGRADECIMIENTOS

Agradecimiento a Dios nuestro señor todo poderoso por darme la mano para completar esta etapa tan importante de mi vida profesional.

A mis madre Ana Isabel Hernández y mi padre Felipe Rivera, por estar desde un principio tan entusiasmados y atentos con esta proceso.

A la Familia de mi hermano Rivera – Paulino por servir de ejemplo de desarrollo mediante el estudio serio y constante.

A Alexandra Soriano por su comprensión, asesoría y soporte durante todo este periodo.

A todos mis compañeros de maestría en especial: Luz López, Elizabeth Tavares, Catherine Solano, Yerald Yamill, Albania Gavilan, Carolin Silver, por compartir conmigo la inquietud de aprender finanzas.

A mis compañeros de con los que más compartí en la etapa final de monográfico Elaine Frias, Feliz Peña, Claribel Castro, Marcell Mendieta, Lucia Corniel, Wanda Volquez.

A Margaret Bido por servir de guía en el esquema de negocios internacionales.

A mis primos Martin Batista y Odalis Jr. Ledesma por animarme a realizar esta maestría.

A los docentes de la maestría en administración financiera.

A nuestro tutor de monográfico Dr. Reinaldo Fuentes por inspirarnos confianza para realizar una investigación de calidad y apegada a valores ético.

CAPÍTULO I: HISTORIA DE LAS FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO.

1.1 Antecedentes firmas calificadoras de riesgos.

Para entender cuál fue el detonante que creo lo que hoy conocemos como calificación de riesgo, tenemos que examinar el rol de tres actores históricos que tuvieron que ver con las formas en que los prestamistas, acreedores, e inversionistas obtenían información sobre los prestatarios, deudores y acciones. Dichos actores eran:

- Agencia de reporte de crédito.
- Prensa especializada en finanzas
- Banca de inversión.

Grafica no 1 Proceso de formación de calificadoras de riesgo modernas.



En cierto sentido, el bono-calificación agencia innovado por Moody en 1909 representa una fusión de las funciones realizadas por estos tres instituciones que lo precedieron.

1.1.1 Agencia de reporte de crédito

Cuando la mayoría de negocios era local, más o menos en las primeras décadas de la historia de Estados Unidos, las transacciones fueron entre personas que se conocían otra.

A medida que la escala y el alcance geográfico de las transacciones se expandió en una economía grande en la que los recursos, humanos y otros, no tenían domicilios fijos, la necesidad de información sobre los proveedores y los clientes de los cuales un empresario no tenía conocimiento aumentaron.

Al principio, las cartas de recomendación de un conocido bastaba; el recomendado podría ser uno con los que el empresario ya había hecho negocios, o un miembro respetado de la nueva comunidad de clientes del proveedor potencial o, tal vez un banquero o un abogado.

Estos canales informales bastaron durante un tiempo, pero por los años de 1830 la escala de expansión y el alcance de los negocios estadounidenses dieron lugar a una nueva institución, *la agencia especializada en reportes de crédito*. La historia de este organismo se enlaza directamente con la empresa de calificaciones crediticias.

En 1841, Lewis Tappan, un comerciante de Nueva York que negociaba con productos secos y seda decidió especializarse en la prestación de información comercial. En el ejercicio de su oficio de comerciante había compilado extensa registros sobre la solvencia de sus clientes, de allí Tappan tuvo la idea de fundar la *agencia mercantil*, que operaba a través de una red de agentes, los cuales vendían a los suscriptores la información relativa al estatuto de negocios y solvencia de las empresas de todo los Estados Unidos.

La agencia mercantil se convirtió en R.G. Dun and company en 1859. La lista de suscriptores incluyó mayoristas, importadores, fabricantes, bancos y compañías de seguros. Para que el lector tenga una idea del nivel de necesidad que tenía el mercado, de este producto, presentamos la cifra de que su nivel de clientes creció de 7000 en 1870 a 40000 en 1880 ,es decir 38000 nuevos clientes en un periodo de 10 años. Para 1900 sus informes cubrían más de un millón de empresas.

John Bradstreet de Cincinnati fundó una empresa similar en 1849, y por 1857 fue a publicar lo que aparentemente fue el primer libro de calificación comercial del mundo. Dun y las empresas Bradstreet se fusionaron en 1933 para formar Dun & Bradstreet. En 1962, Dun & Bradstreet adquirió Investors service de moody, la agencia de calificación de los bonos que John Moody había comenzado en 1909.

Nos adelantamos un poco en el tiempo mencionando lo que paso con la agencia Moody's, para hacer hincapié de la relación embrionaria que se da entre las calificadoras y las agencias de reporte de crédito, y como empresas estrechamente relacionadas como la de presentación de informes de crédito y la de calificación de bonos se reunieron bajo un mismo techo corporativo, aunque al parecer todavía operan como organizaciones independientes.

1.1.2 Prensa especializada en finanzas

Railroad corporations era la compañía más avanzada de estados unidos y tal vez del mundo, en el sentido de las empresas multi-divisionales que operan a través de grandes extensiones geográficas y que emplean esquemas gerenciales.

Las primeras divisiones fueron las de Baltimore y Ohio, que comenzaron en 1828. Por 1832, la industria se informaba en una publicación especializada, *The american railroad journal*. La revista llegó a sí misma como una publicación

para los inversores cuando Henry Varnum Poor (1812-1905) se convirtió en su director en 1849. Varnum Poor reunió y publicó sistemáticamente información sobre la propiedad de ferrocarriles, sus activos, pasivos e ingresos durante su dirección editorial de la revista, 1849-1862.

Después de la guerra civil norteamericana, Varnum Poor y su hijo comenzaron una firma para publicar el Poor's manual of the railroads of the United States o Manual poor's de los ferrocarriles de los estados unidos. Un volumen anual que apareció por primera vez en 1868. El manual informó estadísticas financieras y operativas que abarca varios años para la mayoría de los principales ferrocarriles americanos. Fue ampliamente reconocido como la fuente autorizada de dicha información por varias décadas.

Después de la muerte de Henry Poor's en 1905, y después de que John Moody comenzó sus calificaciones de bonos del ferrocarril en 1909, la propia empresa Poor's en 1916 entró en el negocio de calificación de los bonos, compilando y vendiendo información financiera.

En 1941 La compañía se fusionó con statistics standard, otra empresa de información y calificaciones, para formar Standard & Poors (S & P). S & P en la década de 1960 fue adquirida por McGraw Hill, S & P en la década de 1960 fue adquirida por McGraw Hill, el gigante editorial.

Casi un siglo después, Moodys y S & P, las primeras agencias calificadoras de riesgos, siguen siendo, por mucho, las más grandes firmas del mundo. Junto a Fitch rating conforman el trío llamado por la prensa financiera *las tres hermanas*.

1.1.3 Banca de inversión

El aporte que hizo la banca de inversión fue simple pero indispensable. Estos eran quienes ponían su reputación de por medio en cada una de las negociaciones que se llevaban a cabo. Claro está, se hacía por un beneficio, sin

embargo digamos que muchos inversionistas cuando desidia entrar al negocio lo que tenia de certero es que conocía a la institución en este caso banca de inversión con la que había trabajado.

Como intermediario, el banquero de inversión, además de ser la persona a la que un empresas acude cuando necesita grandes sumas de capital , también tenía acceso a la proveedores de dicho capital a través de una vasta red, a menudo internacional, en la que el banquero de reputación contaba por mucha experiencia.

Casas como JP Morgan & Company y sus empresas predecesoras habían afiliado confirmas en Londres y París, donde los inversionistas europeos fueron cultivando relaciones con firmas estadounidenses. Las casas bancarias estadounidenses de inmigrantes judío alemanes como Kuhn Loeb & Co., Seligman Brothers y Goldman Sachs estaban atados de manera similar a fondos de capital de inversión europea, a menudo a través de la familia y otras conexiones personales en el viejo mundo.

1.2 Principales firmas calificadoras a escala global.

El servicio prestado por las calificadoras de riesgo fue creciendo de forma lenta pero sostenida, el mercado lo veía como un servicio en el que se daba información sobre los emisores de valores, que eran tediosos o hasta imposible obtener por un simple inversor personal.

En este caso queremos recalcar que cuando hablamos de las firmas calificadoras se da un oligopolio de las llamadas por la prensa financiera las tres hermanas. Estas son:

- Fitch rating.
- Standars and poors.
- Moody's services.

1.2.1 Fitch rating

John Knowles Fitch fundó la Fitch publishing company en 1913. El señor Fitch publicaba estadísticas financieras para uso en la industria de la inversión a través de "the fitch stock y bond manual" y "the bond book fitch." En 1924, Fitch introdujo la AAA hasta la D como sistema de clasificación que se ha convertido en la base para calificaciones en toda la industria. Con planes para convertirse en un servicio completo de agencia de calificación global, a finales de 1990 Fitch se fusionó con IBCA de Londres, filial de fimalac, SA, un holding francés. Fitch adquirió competidores en el mercado como lo fueron Thomson bankwatch y Duff & Phelps credit ratings Co.

A partir de 2004, Fitch comenzó a desarrollar subsidiarias operativas especializadas en la gestión de riesgos empresariales, servicios de datos y capacitación al sector financiero con la adquisición de la empresa canadiense, Algorithmics, y la creación de Fitch solutions y Fitch training.

1.2.2 Moody's investors service

John Moody publicó por primera vez el "Manual moody" en 1900. El manual publicado contenía estadísticas básicas e información general sobre las acciones y bonos de varias industrias. Desde 1903 hasta la caída de la bolsa de 1907, "Manual moody" era una publicación nacional.

En 1909 Moody comenzó a publicar "Los análisis de inversión del ferrocarril Moody's", que añade información analítica sobre el valor de los títulos. Ampliando esta idea llevó a la creación de 1914 Moody 's investors, que, en los 10 años siguientes, proporcionaría valoraciones sobre casi todos los mercados de deuda pública en el momento.

Por la década de 1970 Moody comenzó calificación de depósitos de papel y de la banca comercial, convirtiéndose en la agencia de calificación a escala real que es hoy.

1.2.3 Standard & Poor's

Henry Varnum Poor publicó por primera vez la "Historia de ferrocarriles y canales en los Estados Unidos" en 1860, el precursor de análisis y reporte de valores que se desarrollará durante el próximo siglo. Standard statistics creada en 1906, publicaba información sobre bonos corporativos, deuda soberana y las calificaciones de los bonos municipales.

Standard statistics se fusionó con la publicación de Poor's en 1941 para formar Standard and poors corporation, que fue adquirida por The McGraw-Hill companies, Inc. en 1966. Standard & Poor's se ha convertido en el más conocido por los índices como el S & P 500, un índice bursátil que es a la vez una herramienta para el análisis de los inversores y la toma de decisiones, y un indicador económico de Estados Unidos.

1.3 Las firmas calificadoras en los Estados Unidos.

Al principio, el crecimiento del mercado era muy lento y el valor añadido que ofrecían las agencias de calificación fue esencialmente relacionada con la oportunidad para recopilar información que no esté disponible para otros inversores debido a la baja divulgación de información por parte emisor.

Una vez que los servicios de calificación fueron reconocidos como criterio para garantizar la calidad de los emisores (por ejemplo, las normas de la SEC en NRSRO en 1975), el mercado comenzó a crecer rápidamente y en los años 1980 y 1990 se produjo un aumento significativo en el número de las agencias de calificación en todos los mercados en todo el mundo.

Durante los años 1980 y 1990 el crecimiento del mercado fue tan significativo que en cada una de las dos décadas el número de las agencias de calificación, creció al menos, el doble.

Comparando el tamaño del mercado a finales de la década de 1970 y al final de la década de 1990, en menos de 20 años el número de agencias de calificación han crecido más de seis veces.

1.3.1 Certificación por la NRSROs

En EE.UU existe lo que se conoce como NRSRO, se trata del sistema americano que regula el acceso a la industria de las Agencias de Calificación. Solo las principales agencias son las que han sido certificadas por Nationally Recognized Statistical Rating Organization, o sus siglas en inglés NRSROs..

Es simplemente un procedimiento al que son sometidas las firmas calificadoras de riesgos que quieren tener presencia a nivel nacional, en estados unidos. Las agencias de calificación de crédito podrá aplicar a la SEC para el registro como organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional ("NRSRO").

Tabla NO 1 Lista de calificadoras autorizadas por NRSRO

Lista de calificadoras en la NRSRO, 2015

Calificadora	Fecha de reinscripción *
Standard and Poor's	24 de septiembre de 2007
A.M Bets Company Inc.	24 de septiembre de 2007
Dominion Bond Rating Service.	21 de Diciembre de 2007
Egan – Jones Rating Services.	24 de Septiembre de 2007
Fitch Rating Ltd.	24 de Septiembre de 2007
Japan Credit Rating Agency Ltd.	11 de Febrero 2008
Kroll Bond Rating Agency Inc	<i>24 de Septiembre 2007</i>
Moody's Inverstors Service	23 de Junio de 2008
Morningstars	24 de septiembre de 2007

Fuentes: (Mattarocci, 2014)

En noviembre de 2012 es incorporada a esta lista la primera agencia latinoamericana en cumplir con los requisitos de la NRSRO, la HR rating de México.

1.3.2 Criterios para ser reconocidos por la NRSROs:

- Haber estado en el negocio como una agencia de calificación crediticia al menos durante los 3 años consecutivos inmediatamente anterior a la fecha de su solicitud de registro.
- Que las calificaciones al emisor este de acuerdo al proceso de calidad conformidad con la sección 15E (a)(1) (B) (ix), con respecto a:

a. instituciones financieras, intermediarios o distribuidores.

b. las compañías de seguros.

c. emisores corporativos.

d. los emisores de valores respaldados por activos (como dicho término se define en la sección 1101 (c) de la parte 229 del título 17, Código de Regulaciones Federales).

e. los emisores de los títulos públicos, títulos municipales, o valores emitidos por un gobierno extranjera.

f. una combinación de una o más categorías de deudores se describe en cualquiera de las cláusulas (i) a través de(v).

La Securities and Exchange Commission fue la primera autoridad que definió un procedimiento para reconocer las agencia de calificación, con la NRSRO . El número de agencias a cambiado con el tiempo debido a los fracasos de algunas y la fusión y adquisición de otras. El último cambio que se dio en esta lista fue en noviembre de 2012 con la incorporación de la firma HR rating de México.

1.4 Las firmas calificadoras de riesgos en Latinoamérica.

En el caso de latinoamérica se destaca la importación del servicio desde una nación con un mercado avanzado hacia otro más pequeño. Tal es el caso de una de las dos firmas que operan en nuestro país Feller-Rate.

Esta firma vienen de chile, nación que no tienen un mercado de valores muy complejo en comparación con las naciones más avanzadas, pero si lo suficientemente grande como para ser útil a un mercado muy pequeño como el de república Dominicana.

Tabla No 2 Numero de agencias creadas por décadas y región.

Región	Antes de 1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000 adelante
África	—	—	—	2	0
Asia	—	2	8	16	13
Australia y Nueva Zelanda	—	—	—	1	—
Europa	1	—	1	1	1
Norteamérica	3	2	3	2	1
Latinoamérica y Brasil	—	—	1	12	2
Total	4	4	13	34	17

Fuente: (Mattarocci, 2014)

Como podemos ver en este cuadro centroamérica, en la década de los 90s fue el florecimiento de las firmas calificadoras de riesgos en la región. Esto se debió a que en esta época varios países empezaron a exigirla para emitir instrumentos de deuda.

1.4.1 Países en los que operan más de 2 firmas calificadoras.

El país latinoamericano con más firmas calificadoras es el Perú. El cual cuenta con 4 firmas, una cantidad así de agencias operando da mucho dinamismo y mucha transparencia al mercado de valores peruano. Este país con una de las economías más sanas de Latinoamérica es el único, de entre los estudiados que cuenta con más de 3 firmas.

Grafica No 2 Firmas calificadoras que operan en Perú.



1.4.2 Países en los que operan dos firmas calificadoras.

El 37.5% de los países evaluados excluyendo a república Dominicana cuentan con dos firmas calificadoras. Lo cual ayuda a reducir el posible monopolio que pueden tener una agencia en un país que opere sola.

Grafica No. 3 Países con dos firmas calificadoras

Ecuador	Colombia	Chile
• Bank Watch Rating • Ecuability	• BRC Investor Services • Duff&Phelps de Colombia, S.A.	• Clasificadora de riesgos Humpreys Ltd. • Feller-Rate Clasificadora de riesgos.

1.4.3 Países en los que opera una sola firma calificadora.

El 50% de los países latinoamericanos evaluados solo cuentan con una firma calificadora. Los actores del mercado financiero simplemente tiene que dejarse llevar por lo que estas le dicen, pues no tienen opción.

Grafica No. 4 Países con una sola firma calificadora.

Mexico	Costa Rica	Uruguay	Brazil
•HR Rating de Mexico,S.A. de C.V.	•Sociedad calificadora de riesgo Centroamericana	•Calificadora de Riesgo,PCA	•SR Rating

1.4.4 Alianzas estratégicas entre firmas calificadoras en el mercado Latinoamericano.

El mercado de las firmas calificadoras no escapa de las practicas jurídico financieras más influyentes y definitorias de los últimos tiempos, nos referimos al caso de las alianzas estratégicas. Ya sea por ser validadas por el sello de firmas con presencia global, para incrementar su participación en el mercado o simplemente para actualizar sus propios métodos, varias de las firmas más importantes de Latinoamérica han hecho alianzas con las firmas cuyos nombres le generan valor a la hora de tener credibilidad en el mercado Tales son los casos de Grafica No. 5 alianzas estratégicas de Fitch Rating en Latinoamérica.

Grafica No. 5 Alianzas estratégicas de Fitch rating en latinoamérica.

Fitch rating		
Apoyo & asociados internacionales	Banck watch ratings S.A.	Duff&phelps de Colombia S.A., S.C.V

Grafica No. 6 Alianzas estratégicas de Moody's investor service en latinoamérica.

Moody's Investors Service	
Clasificadora de riesgos Humpreys Ltda.	Equilibrium Clasificadora de riesgos.

Grafica No. 7 Alianzas estratégicas de Standard & Poor's en latinoamerica

Standard & Poor's	
CRISIL LTD	Feller Rate Clasificadora de Riesgos.

Si el lector se da cuenta, las firmas CDR en latinoamericanas solo han realizado alianzas con las llamadas tres hermanas, es decir con Fitch, Moody's y Standard and Poor's. Esta práctica tiene que ver con el con la repercusión que tienen en un país que una firma nacional cuenta con el respaldo de otra extranjera.

Como pudimos ver en el primer cuadro, la región del Asia fue la que presento mayor crecimiento de Firmas calificadoras de riesgos desde los años 70s. En esta región se da el mismo caso que en Latinoamérica donde las firmas locales hacen alianzas con las que están más internacionalizadas que ellas.

Por ejemplo la Japan credit rating agency LTD, ha realizado alianzas con firmas de Corea del Sur, Turquía y Pakistan. También las tres hermanas tienen acuerdos con firmas asiáticas pero sobresale el caso de Japan credit rating agency, que tiene un liderazgo regional, en su propia región.

1.5 Firmas calificadoras de riesgos en República Dominicana.

En la actualidad el mercado de valores de república Dominicana cuenta con dos firmas calificadoras.

Grafica No 8, Firmas calificadoras que operan en república Dominicana.

Firmas calificadoras que operan en Republica Dominicana
• Feller - Rate • Fitch republica Dominicana S.R.L.

Según el registro de mercado de valores de la superintendencia de valores, Feller- Rate fue constituida en 2004 mientras que Fitch República Dominicana S.R.L. en el 2002. La primera es un firma chilena fundada en 1988. Tiene operaciones en Paraguay y en república Dominicana.

Un elemento muy importante y poco conocido, es que esta firma tiene una alianza estratégica con standard and poor's, lo cual le da mucha profundidad y prestigio a nivel internacional.

Por otro lado tenemos Fitch república Dominicana, la cual según los datos de la superintendencia de valores como se podrá apreciar en el capítulo 2 es la que tiene mayor presencia en el mercado de valores de república Dominicana.

CAPÍTULO II.

PARTES Y PROCEDIMIENTOS DE UNA CALIFICACION DE CREDITO EN REPUBLICA DOMINICANA

2.1 Necesidad del mercado de una calificación de crédito.

Para el año 1609 Holanda da un paso colosal en la historia y funda el Wisselbank o Banco de Amsterdam. La importancia de esta institución bancaria es que es el primer banco central que tiene Europa, pues emitía billetes en base a sus reservas de oro, no hacia prestamos ni pagaba intereses por el dinero de los depositantes pero le daba a los comerciantes la ventaja de tener una moneda (la emitida por el banco) aceptada universalmente.

Grafica numero 9 Primer Banco Central.



En las ciudades Holandesas se hacían emisiones de bonos que despertaban el interés de toda la población y que le daba a las autoridades una fuentes de financiamiento alterna a las que se conocían en esa época (Chancellor, 2000, p. 26). En el año 1610 es fundada la bolsa de Holanda la cual es considerada la primera del mundo. En esta se comercializaba todo tipo de productos desde agrícolas como semillas, granos etc. hasta financieros, como por ejemplo los muy conocidos en nuestros tiempos contratos a futuro y opciones. Estos adelantos financieros le dieron a Holanda como país dos componentes de un mercado financiero moderno, teniendo, un fuerte crédito público y una moneda estable.

El siguiente paso lo daría Inglaterra en 1688 cuando coronan al holandés Guillermo de Orange y años posteriores a su proclamación se fundara el banco de Inglaterra. Quizás el lector piense que el hecho de la asunción de Guillermo de Orange se debió a que en aquel entonces se entendía que teniendo este conocimiento del sistema de su país de origen pudiese ser piedra estructural para un virtual sistema ingles, nada más lejos de la realidad.

Guillermo sube al trono por razones meramente políticas y la fundación del banco de Inglaterra se debió más bien a la necesidad que tenida la corona inglesa de financiar la guerra.

De forma general podemos decir que en este caso el rol que tuvo el banco ingles más que para desarrollo económico fue para sostener la política armamentista de una nación.

Seria unos años luego cuando el banco de Inglaterra seria el motor que movería el crecimiento económico, este tiempo llego cuando tuvo lugar la revolución industrial y el sólido sistema bancario de esta nación pudo responder a las exigencias que traía consigo el cohete del capitalismo salvaje y sus requerimientos de capitales.

La maquinaria inglesa fue la capital financiera del mundo durante los siglos XVIII y XIX, y así como Holanda fue destronada por Inglaterra, esta última pasaría del primer al segundo lugar cuando los Estados Unidos como fruto de las medidas tomadas por el primer secretario de tesoro y miembro de grupo de padres fundadores de dicho país Alexander Hamilton implantó un sistema financiero moderno.

El sistema financiero implementado en los Estados Unidos a finales del siglo XX se basaba en:

- Un banco central.
- El establecimiento del dólar como moneda base.
- Fomentar los mercados de bonos y acciones en varias ciudades.

Grafica Numero 10. Billete de 10 dólares.



Se debe destacar que antes de que se tomaran estas medidas los Estados Unidos era un gran caos económico. Las deudas post guerra, la falta de políticas financieras y la especulación con las divisas eran el rompecabezas que se debía armar.

El primer secretario del tesoro estadounidense tuvo que enfrentar a grandes políticos y pensadores de la época, como lo fueron Benjamín Franklin y Thomas Jefferson.

Sin embargo por asuntos de coyuntura política finalmente Alexander Hamilton pudo implementar el remedio que entendía necesitaba aquella nación.

Hasta este momento en la historia de los mercados de valores y bancarios, las firmas calificadoras de riesgo no han hecho su aparición. Lo que queremos destacar es como los mercados de bonos nacieron y se propagaron con solidez y confianza por las principales economías del mundo sin la necesidad de que los instrumentos de deuda fueran calificados o mejor dicho, sin que el mercado tuviera esa inquietud.

Que cambios se han producido en los mercados para provocar que un nuevo actor entre a los mercado con una con un nivel de influencia que autores como tal han dicho que solo tienen un banco central?

Simplemente a que el volumen de las transacciones fue incrementando y que en muchos casos los estados se veían obligados a utilizar instrumentos de deuda para financiar sus proyectos de crecimiento o como en el caso del estado dominicano para pagar deudas o mantenerse.

Entre dichos estados se podrían encontrar muchos que poseedores de una lida reputación como cumplidores de sus compromisos financieros, pero cuando la bola de nieve fue creciendo y países como la república dominicana solicitaban prestamos las instituciones que los otorgaban o se veían involucradas en esta transacción empezaron a sentir la necesidad de tener un instrumento para medir la capacidad de pago.

Como ejemplo de ellos podemos citar un préstamo que pidió el gobierno de Prusia en 1817 a Nathan M. Rothschild, director de la London ram de la famosa casa de la banca europea. La respuesta de este

“para inducir a los capitalistas británicos a invertir su dinero en un préstamo a un gobierno extranjero en condiciones razonables, será de la mayor importancia que el plan de tal préstamo debe en lo posible ser asimilado al sistema establecido de los préstamos para el servicio público en Inglaterra, y por encima de todas las cosas que nos de seguridad, más allá de la mera buena fe del gobierno” (Sylla, 2001, p. 5)

A medida que más países, en Europa y en todo el mundo, aprobada constituciones y formas representativas de gobierno durante el siglo XIX, el mercado internacional de bonos creció en escala y alcance. Pero fue en su mayor parte un mercado de las deudas soberanas. Los negocios en Europa conoció a la mayoría de sus necesidades de capital externo por medio de préstamos bancarios y emisiones de acciones.

El gobierno Dominicano no fue ajeno a esta tendencia “las ofertas de préstamos eran rechazadas una tras otra, pero llegó el día en el que país aceptaría una, la de la casa Hartmon & compañía, de Londres que fue firmada por el cuarto gobierno de Buenaventura Báez y el señor Edward Hartmon el día 1 de mayo de 1869.

Esta operación consistía en que el gobierno dominicano recibiría 420 mil libras y las pagaría en 25 años a razón de 58 mil 900 al año en partidas de 29 mil 450 cada seis meses.

En resumen el país pagaría 1 472 mil 500 libras por las 420 que recibiría, y garantizaba esos pagos con todos los activos del Estado dominicano, sus aduanas y sus recaudaciones de impuesto.” (Bosch, 2005, p. 60)

En este tipo de negociación ya se puede ver se va creando la necesidad de una figura que mida las partes que esté haciendo el compromiso. Aun que a simple vista las condiciones que impone quien presta el dinero se consideran onerosas, en realidad teniendo en consideración la época y la poca solvencia moral que el país que solicitaba el préstamo no es oneroso.

Hacemos un paréntesis en la narrativa del caso Hartmon para acentuar lo riesgosos que éramos como pagadores de deuda en aquella época y como había asimetría en la información.

En la obra que acabamos de citar se narra que años después el presidente de la república dominicana Ulises Heureaux tuvo una diferencia con un banco extranjero y solicito indemnización, el banco se negó y sustento su negativa.

Estas diferencias llegaron a los tribunales dominicanos los cuales eran controlados por el presidente, en Cuando este entendió que la entidad bancaria no iba a ceder y que tenía toda una serie de argumentaciones para justificarlo, mando a militarizar el banco y a que se substrajera la suma que tenían en disputa.

Esta disputa se calmo luego de que Francia que era el país de origen del banco que se vio involucrado, envió dos buques de guerra y al mando del almirante Abel de Libran quien autorizado por sus país negoció para que el dinero fuese devuelto.

Se hace este recuento un tanto más histórico que financiero porque quiero destacar las variables de riesgo con las que se enfrentaban los instrumentos de deuda de aquella época.

Retomando el caso del empréstito con la Hartmon, que fue lo primero que abordamos, resulta que el señor Edward Hartmon resulto ser un gran estafador, o como es llamado muchas veces por escritores de corte derechista, un “aventurero” que solamente llevo a pagar a república dominicana la suma de 38 mil 95 libras en un pago futurista a 90 días.

A pesar de recibir una cantidad muy poco significativa del préstamo acordado, nuestro país si se vio obligado a pagar en base al total de la deuda pues el señor Hartmon vendió bonos de este empréstito a ciudadanos de Londres los cuales formaron un comité de tenedores de bonos de santo domingo.

Así pues, viendo la primera deuda que emitió república dominicana y la cual nos creo una serie de conflictos y diferencias con los acreedores y que condujo a la primera invasión de los estados unidos, nos damos cuenta de los riesgoso que era realizar las operaciones no solo con países como los nuestros, sino como personajes como el señor Hartmon del cual era muy difícil tener referencia sobre.

Al final nos vimos obligados a entregar las direcciones estatales donde se podía recaudar más dinero. Dicho de otra forma, este préstamo para complementar los ingresos del estado, por mal manejo y por diferencia en información y organización de países se termino tragando todos los ingresos del estado.

Negociaciones con grados de riesgo similar se fueron dando en todo el globo terráqueo, ya la comunicación era mucho más eficiente pues los avances producto de la revolución industrial estaba impactando a todas las naciones.

Es entonces cuando en estados unidos se da inicio el que fuese su proyecto más importante del siglo. Con unos requerimientos de recursos y tecnología como nunca antes se había visto el proyecto de ferrocarril cambio todo el panorama financiero de aquella pujante nación.

2.2 Aspectos generales del servicio de clasificación.

Las agencias de calificación son los proveedores de información que reducen el nivel de información asimétrica en el mercado mediante la definición de un juicio (la calificación) sobre una emisión o un emisor.

Una definición única del servicio de clasificación No está disponible todavía, pero sobre la base de declaraciones de negocios dada por la clasificación agencias, algunas características comunes pueden ser identificables.

Una clasificación es un juicio sintético que resume, utilizando una escala alfanumérica, las principales características cualitativas y cuantitativas de la emisión o el emisor. La agencia calificadoras de riesgos no asume responsabilidad de inexactitud en la calificación, ya que declaran explícitamente que sólo representa una opinión.

La sentencia se afirma mediante las clases de calificación (es decir, AAA, BB, A1, etc.) como principales criterios de segmentación y, cuando es necesario, la agencia puede ofrecer una clasificación más detallada usando criterios de segmentación secundarios, definidos como marca (es decir, +, -, + / -, etc.).

Cada agencia puede definir diferentes niveles de detalle para su clasificación, y define con frecuencia diferentes escalas de calificación para los diferentes tipos de emisores y emisiones y / o diferente horizontes temporales.

El papel de la información cualitativa en la definición de un juicio de calificación con respecto a la información cuantitativa depende de los criterios de calificación adoptados y se ve afectada también por las características de la entidad evaluada.

Las agencias de calificación normalmente asignan un papel más cualitativo cuando piensan que cualquier cambio en las características cualitativas pueden impactar significativamente en el riesgo de impago del emisor o la emisión.

El servicio ofrecido por la agencia de calificación es inmaterial, y por lo tanto el valor que le da el mercado a una calificación está estrechamente relacionadas con de la reputación de la agencia.

Que dicha agencia a adquirido a lo largo de los años. Este mecanismo de reputación es el principal incentivo para ofrecer una alta calidad de servicio al mercado, ya que, sobre la base del cambio reputación, una agencia puede modificar la cuota de mercado en el tiempo.

Para asegurar la utilidad del servicio, la agencia debe monitorear constantemente el mercado para modificar el juicio si cualquier acontecimiento relevante se produce.

El procedimiento normalmente implica el uso de una lista de vigilancia que identifica a los emisores o cuestiones actualmente en revisión. Al final del proceso de revisión, la agencia de calificación publica las nuevas clasificaciones y, normalmente, si el cambio se prevé por un punto de vista, la reacción del mercado es menor significativo.

Independientemente de lo que la agencia de calificación considera, cualitativo y cuantitativo, el impacto es diferente sobre los cambios de calificación.

Normalmente, los cambios cualitativos requieren más tiempo para ser incorporado en el juicio, mientras que los cambios cuantitativo son casi inmediatamente reconocidos en una calificación.

La diferencia de tiempos en el tipo de cambio en las reacciones del rating pueden ser explicadas mediante el examen de las características de la información. El cualitativo requiere un largo tiempo para recoger y evaluar, mientras este último está normalizado y se puede incluir inmediatamente en el modelo de calificación

2.2.1 Aspectos generales de la Calificación al emisor.

La calificación de emisor considera todas las características de una empresa o institución y su futura perspectiva de crecimiento sobre la base de la inversión / gastos. El análisis preliminar difundido considera los estados generales y financieros y calcula índices pertinentes, útiles en la evaluación de la económica y la condición financiera de la entidad evaluada.

La información recopilada se compara con un índice mínimo definido por la agencia y es usado con un modelo estadístico multivariado para medir la probabilidad de incumplimiento del emisor y así identificar su nivel de riesgo.

El servicio ofrecido por las agencias de calificación es muy heterogéneo, y, normalmente, existen diferentes procedimientos que evalúan sobre la base de las características de la contraparte evaluada ha elección para identificar diferentes procedimientos para los emisores que pertenecen a diferentes sectores es normalmente aprobada para su inclusión en el procedimiento de evaluación y ofrece información específica del sector.

El número de criterios y principios de segmentación depende de las características de la base de datos históricos a disposición de la agencia de calificación. Normalmente, mientras más alto sea el número de criterios y de principios de segmentación, mayor será la calidad de la sentencia de calificación, porque se define mediante la comparación de los emisores contra un conjunto de entidades más homogéneas, comparativamente nominales.

Las agencias de calificación también pueden definir varias sub categorías para definir criterios específicos de calificación y evaluar mejor los rasgos distintivos del emisor o emisión. Este método se adopta normalmente sólo para los segmentos de negocio más importantes (tales como segmentos corporativos) y puede implicar algunas diferencias relevantes en los criterios de calificación adoptados para evaluar cada sub segmento.

Independiente del tipo de calificación considerado, para definir el calificación final, la agencia puede organizar una reunión con la entidad evaluada para recoger información relacionada con las características cualitativas, que no pueden ser obtenidas de documentos disponibles.

La sentencia definitiva considera no sólo las características del emisor, sino también las principales características del entorno que pueda afectar a su riesgo.

2.2.2 Aspectos generales de calificación de la emisión.

La calificación de la emisión se resume como la exposición al riesgo de una emisión en base de toda la información disponible. Cuando se refiere a toda la información disponible nos estamos refiriendo a información pública e información reservada. Esta información es enfocada por las características específicas del contrato del instrumento financiero evaluadas.

Las Agencias normalmente definen diferentes criterios sobre la base de las características de la emisión evaluada y la tienen la disponibilidad de una base de datos suficientemente detallada para la construcción de un modelo de evaluación específica.

Una desalineación entre la calificación de emisor y de la calificación de la emisión con frecuencia aparece cuando las características de emisión pueden aumentar o reducir la exposición al riesgo de la inversión.

Independiente del tipo de financiera instrumento evaluado, siempre características consideradas son las siguientes:

- Fecha de vencimiento.
- Cláusulas contractuales principales.
- Grado de subordinación.
- Tipo de garantía.

Cláusulas contractuales principales: La duración del contrato representa el horizonte temporal de la evaluación de calificación, mientras más largo es, mayor es la probabilidad de que los acontecimientos inesperados pueden causar defecto del emisor.

Todas las demás condiciones son iguales, la calificación de corto plazo cuestiona siempre serán mayores que los asignados a mediano y largo plazo o los indefinidos.

Las cláusulas contractuales que deben ser tomados en cuenta en el procedimiento de evaluación de riesgos tema son bastante heterogéneos, y, normalmente, cuanto mayor es la complejidad del instrumento financiero, el mayor el número de características que debe ser considerado.

Por ejemplo, en el caso de financiación estructurada, el evaluador debe tener en cuenta no sólo las características del instrumento financiero (es decir, tamaño, número de cuestiones, que se espera tasa de retorno, etc.), sino también el procedimiento de colocación adoptado (es decir, arreglistas, número de calificación, instituciones involucradas, papel del emisor, etc.)

Grado de subordinación: La subordinación entre los diferentes tramos de la misma cuestión puede significativamente modificar la exposición al riesgo por defecto para los inversores y agencias de calificación asignar calificaciones más altas para los tramos que son menos subordinada.

Tipo de garantía: En todos los contratos financieros, la existencia de garantías reales o personales puede tener impacto positivo en los resultados del proceso de recuperación en caso de incumplimiento y por lo tanto, debe ser considerado en la definición calificación de la emisión.

Las Garantías reales pueden justificar la viscosidad de una calificación, incluso en el caso de algunos casos negativos, si el valor de la garantía es suficiente para satisfacer todos los derechos de los grupos de interés.

Del mismo lado el también es alto el Impacto de las garantías personales en la evaluación del riesgo del instrumento debido a que el riesgo de incumplimiento debe considerar no sólo el riesgo de incumplimiento del emisor, sino también la del garante.

La calificación de emisor será mejorada por la garantía personal sólo si la agencia de calificación evalúa como asequible y no tiene en cuenta el riesgo de incumplimiento conjunto del emisor y garante.

Teniendo en cuenta todas las características relacionadas con un proceso de evaluación de riesgos, el principal problemas se refieren normalmente el proceso de recuperación en caso de impago.

La Construcción de la base de datos es lo que consume tiempo y costoso, la agencia de calificación de este modo puede decidir que una evaluación incompleta del riesgo para evitar el costo de la estimación de la pérdida en caso de impago.

La probabilidad de una calificación de división aumenta cuando la complejidad de los de emisión aumenta, debido a que las agencias pueden adoptar diferentes medidas y sustitutos de las exposiciones de riesgo relacionadas con el instrumento financiero.

2.2.3 Solicitud de calificación de crédito.

La solicitud de calificación se definen con toda la información pública y privada disponible sobre un tema o emisor, y representan una evaluación completa de todas las características principales de la entidad evaluada.

Una empresa contrata a una agencia de calificación para hacer un juicio sobre la calidad de un problema o emisor sobre la base de la información facilitada por la entidad evaluada. La agencia identifica el comité de calificación que, después de un análisis preliminar de toda la información pública, recoge información cualitativa a través de reuniones con la gerencia de la empresa.

Al final de la proceso de evaluación, la agencia presenta una calificación preliminar para el cliente, que normalmente tiene el derecho de autorizar o rechazar la publicación de la sentencia. Este derecho depende de la legislación de cada país.

El mecanismo de autorización que caracteriza la calificación solicitada puede crear un sesgo en la calificación disponible debido a que la empresa tratara de obtener la calificación más alta que se pueda y tener una reacción positiva de parte del mercado.

El análisis de los criterios de las agencias de calificación no permite una identificación de todas las variables utilizadas en el procedimiento de evaluación y los pesos asignados a características cuantitativas y cualitativas.

Sin embargo, el papel de características cualitativas nunca es residual, porque la evidencia empírica señala que el relevancia de calificaciones o las revisiones de calificación nueva ha aumentado desde las agencias empezado a utilizar este tipo de datos.

Durante el proceso de evaluación, la calificación también puede dar consejos sobre el aumento de la eficiencia de la empresa y su capacidad para maximizar el valor para los grupos de interés.

Especialmente para los instrumentos financieros complejos, una agencia de calificación podría definir el mejor estructura de la transacción para maximizar la calificación asignada.

El este procedimiento que estado describiendo es la forma básica de hacer evaluación. Esta varia dependiendo de la agencia que haga la evaluacion, el sector al que pertenezca el emisor o emisión evaluada y si esta calificación es a corto o largo plazo.

Grafica No.11 Proceso general de calificación de riesgo.



2.2.4 Calificación de crédito no solicitada.

Las agencias de calificación puede definir la calificación de un emisor o emisión sin la petición de la entidad evaluada. La calificación asignada por lo tanto se define normalmente como *no solicitada*, o una calificación de sombra, para distinguirlo de norma, calificaciones solicitadas.

El proceso de evaluación es normalmente simple, porque el la interacción entre el evaluador y la entidad evaluada sólo es opcional, y por lo que el proceso general puede ser significativamente menor que la de calificaciones solicitadas.

El propósito del evaluador tras la emisión de una evaluación no solicitada normalmente es para aumentar su reputación y experiencia en un mercado y o crear un incentivo para que la entidad calificada para pedir una solicitada.

La agencia recoge toda la información pública disponible y resume en un juicio que sea útil para los usuarios potenciales del servicio ofrecido. Estos datos pueden integrarse con otra información directamente proporcionada por elgerentes, pero, debido a la ausencia de cualquier relación contractual entre el agencia y la empresa, la entidad evaluada no está obligada a proporcionar una completa o conjunto detallado de información al evaluador .

Para recoger datos cualitativos, la agencia de calificación puede enviar encuestas u organizar reuniones con la alta dirección de la empresa, así como la discusión de las calificaciones preliminares.

Los inversores que buscan servicios de calificación más asequibles consideran la agencia de mayos cobertura de mercado y la reputación, y, normalmente, cuanto mayor es el número de la Las calificaciones de las agencias, más importante su evaluación en el mercado.

Las calificaciones no solicitadas se utilizan con frecuencia por pequeñas agencias nacionales de calificación para reducir su brecha de reputación con respecto a los principales actores y construir una base de datos de las calificaciones que les permite ofrecer un servicio solicitado por el mercado.

El uso de calificaciones no solicitadas por los principales actores del mercado es normalmente restringido a los emisores o emisiones no evaluados por otras agencias de calificación. La evidencia empírica muestra que estas calificaciones son normalmente menos favorable para la entidad calificada , por lo que con frecuencia tiene un incentivo para solicitar una calificación solicitado, incluso si esto implica una cuota.

En algunos casos, las calificaciones no solicitadas también alcanzan emisores o emisiones evaluadas por otros organismos para evitar la calificación de compras y para señalar a las agencias de calificación de mercado que están ofreciendo actualmente calificaciones demasiado favorables

La atención del mercado para este tipo de servicio demuestra la importancia de la independencia en el sector de la calificación, y normalmente la ausencia de autorización formal de la entidad evaluada para publicar la sentencia se considera un elemento clave para garantizar la objetividad de la calificación.

2.2.5 Usuarios del servicio de calificación de riesgo.

Los usuarios del servicio ofrecido por una agencia de calificación se pueden clasificar por el tipo de inversiones evaluadas, con dos categorías principales: los inversores financieros y intermediarios de servicios financieros. La clasificación es útil no sólo debido a los diferentes propósitos, sino también las diferentes restricciones aplicadas a los dos tipos de los usuarios. Las siguientes sub secciones presentan un análisis detallado de las características y las necesidades de los dos tipos de usuarios:

2.2.5.1 Inversionistas financieros.

En el contexto de racionamiento de capital, las calificaciones se pueden utilizar para seleccionar las inversiones disponible en el mercado sobre la base no sólo de los ingresos esperados, sino también (por defecto) Riesgo . El papel de las calificaciones en la selección de oportunidades de inversión difiere de acuerdo a las habilidades financieras de los usuarios, y por lo tanto normalmente el enfoque es muy diferente para institucional e individual inversores.

Los inversionistas individuales consideran una calificación como proxy del riesgo de impago de la emisor, y utilizan esta información, junto con otras características, tales como la tasa de rentabilidad financiera y de riesgos para seleccionar las mejores oportunidades de inversión.

Para comparar los diferentes inversiones, el usuario considera que el significa tasa de incumplimiento en relación con la clase de calificación y calcula el rendimiento esperado corregido por el riesgo de impago de cada inversión disponible.

La evidencia empírica demuestra que este simple tipo de control es eficaz y los beneficios para el inversor son comparables con los de procedimientos más complejos.

Los inversionistas institucionales suelen crear oficinas especializadas para la inversión análisis que, usando la información pública, evalúa la conveniencia económica / financiera de una inversión (Sinclair, 2001); con frecuencia la calidad de la evaluaciones comparable o incluso superior a la sentencia producida por una agencia. Para ser mas específicos en nuestro país varios inversionistas institucionales y prestadores de servicios financieros que emiten instrumentos de deudas como lo son ,organismos estatales y firmas contables tienen su departamento de riesgo, el cual utiliza el mismo esquema básico que las calificadoras .

2.2.5.2 Intermediarios financieros.

Los intermediarios financieros son supervisados para asegurar la estabilidad y la eficiencia del sistema financiero. Uno de los principales aspectos considerados es la adecuación del capital con respecto a las pérdidas esperadas e inesperadas generales relacionados con las actividades de préstamo.

La Evaluación de la exposición al riesgo de crédito considera la probabilidad de incumplimiento, la pérdida en caso de impago, y la exposición en caso de incumplimiento. Nuevas normas de capital consideran los problemas relacionados con la recogida de toda la información necesaria para la evaluación de los clientes y ofrecer algunas opciones para la reducción de las necesidades de información relacionadas con la medición de la exposición.

Si la información disponible es insuficiente, la probabilidad de incumplimiento se puede medir utilizando una calificación otorgada por una agencia de calificación.

La opción de utilizar una clasificación está sujeta a las restricciones que garanticen la calidad del procedimiento de evaluación de riesgos y la prevención de cualquier elección oportunista por el intermediario financiero.

Debido a la falta de alineación entre las calificaciones asignadas por diferentes organismos para la misma emisión o el emisor (llamados votaciones divididas), la autoridad de control obliga a los intermediarios financieros a seleccionar sólo una agencia de calificación de referencia para cada segmento de negocio y no permite calificar información selectivamente para minimizar los requisitos de capital.

La elección de la calificación también se ve limitada por un procedimiento de reconocimiento del evaluador que define los organismos que garantizan los estándares de alta calidad en la proceso de calificación proceso y la asequibilidad de juicio.

El Comité de Basilea da a cada autoridad nacional de supervisión el derecho de definir una lista de calificación autorizado agencias y también les permite también reconocer sólo parcialmente dichas agencias, reconociendo sólo algunos de los servicios ofrecidos.

Sólo los principales actores internacionales (Fitch Ratings, Moody 's Investors Servicio, y Standard & Poor 's) son reconocidos en casi todos los países por la adopción de los requisitos de capital de Basilea II, ya que son capaces de satisfacer a todos los requisitos establecidos por las autoridades de control, mientras que los más pequeños agencias (como Creditreform Clasificación AG y Lince) sólo se reconocen en un solo país.

2.3 Aspectos básicos de la Evaluación Feller Rate.

“Las calificaciones de riesgo de Feller Rate pueden referirse tanto a la solvencia de las empresas, como a los instrumentos emitidos por ellas. Estos instrumentos pueden ser de deuda, capital o mixtos.

Adicionalmente, se evalúa la calidad de la administración de la entidades administradoras de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de inversión pensiones, administradora de mutuos hipotecarios, sociedades de leasing habitacional y en general, administradores de activos de solvencia.

La calificación de solvencia es una opinión sobre la capacidad de una compañía para responder por el conjunto de sus obligaciones

La calificación refleja el comportamiento esperado de la entidad en el pago de la generalidad de sus obligaciones en los términos y plazos pactados. La evaluación incluye un análisis de la información cuantitativo y cualitativo de la compañía, tanto de carácter público como reservado y provisto voluntariamente por ella.

El procedimiento incluye reuniones con la administración superior de la empresa y según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas y de control. La evaluación implica el estudio del riesgo de la industria donde se inserte la empresa su posición competitiva y su situación financiera.”

También se examina con detención la estructura administrativa y de propiedad y se revisan las perspectivas y proyecciones de la empresa.

2.4 Instrumentos calificados por Feller Rate en el mercado de valores de República Dominicana.

Grafico No. 12 Según los registro de la (SIV) Feller Rate está autorizada a calificar:



Fuentes : SIV

2.5 Instrumentos para medir la posibilidad de cambio de calificación en el corto y largo plazo.

Estos son llamados en Feller Rate:

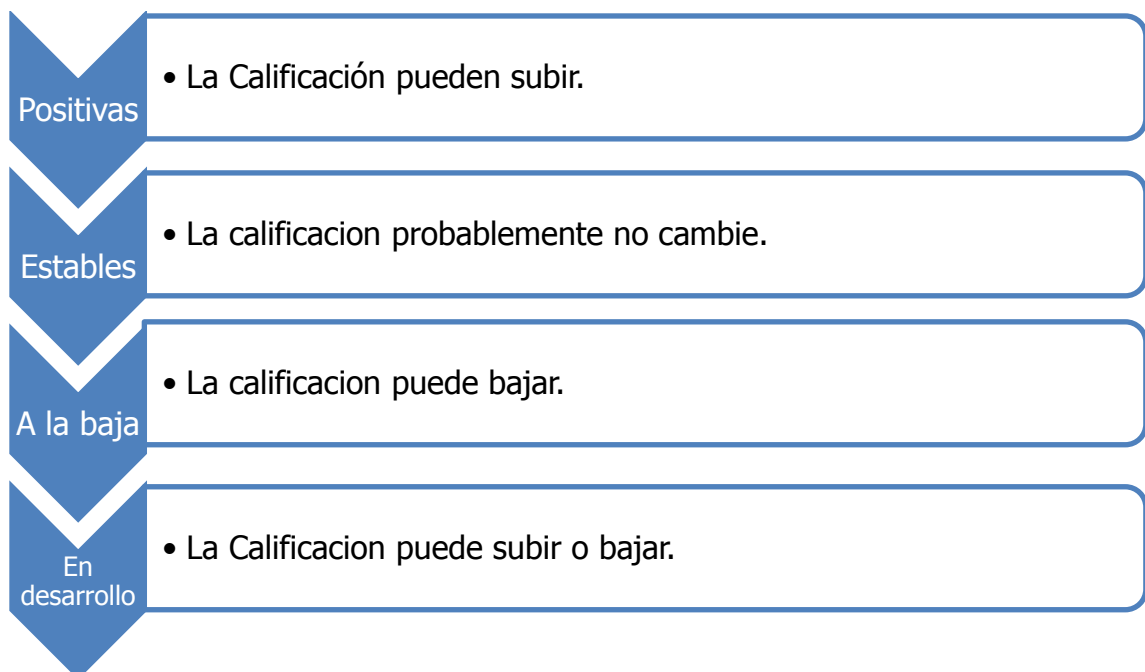
- Perspectiva
- Creditwatch.

2.5.1 La Perspectiva

Perspectiva: se asignan a las calificaciones de mediano y largo plazo. Reflejan la posibilidad de cambios, de tendencias y otros riesgos que no implican variaciones inmediatas de calificación.

La perspectiva no significa necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa y puede ser de los siguientes tipos:

Grafica No 13 Tipos de perspectivas de una calificación de riesgo, según procedimiento de Feller rate.

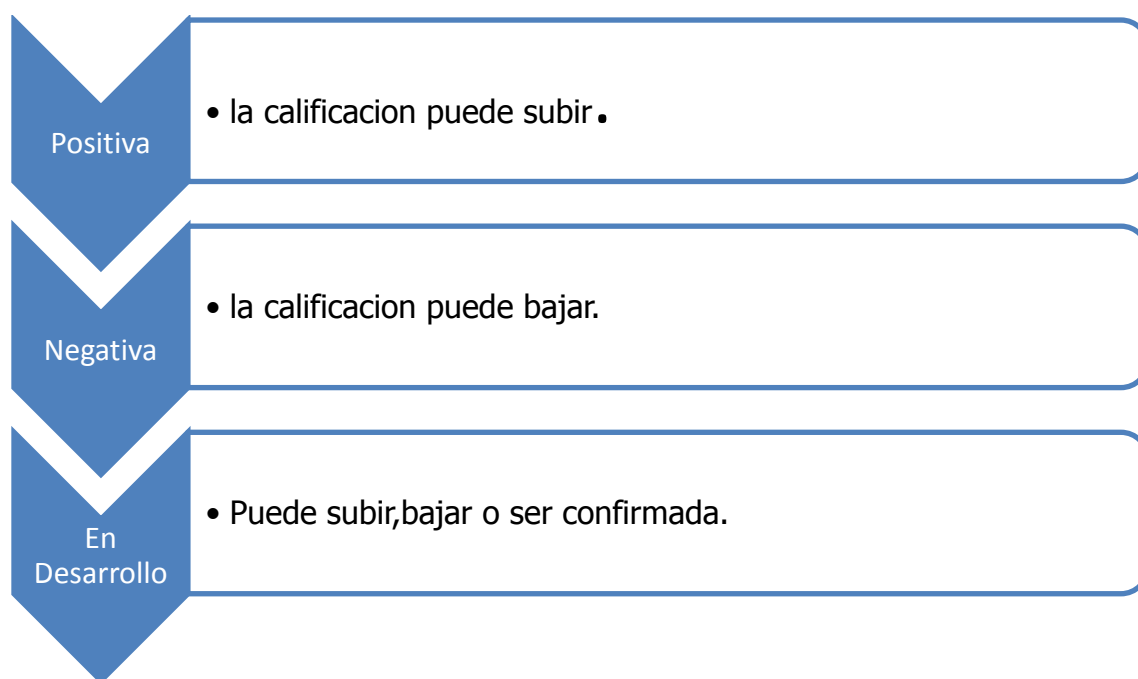


2.5.2 Creditwatch

Creditwatch o Revisión Especial: señala la dirección potencia de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que esta quede sujeta a una observación especial de parte de Feller Rate.

Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operaciones anticipados, entre otros. Con todo, el que una calificación se encuentre en en “creditwatch” no significa que su modificación sea inevitable.

Grafica No. 14 Clasificación de creditwatch según procedimientos de Feller Rate :



2.6 Proceso de calificación de Feller

Grafica No 15

El proceso de calificación de Feller Rate está dividido en 7 fases. Estas son



- **Análisis Básico de la empresa:** Una vez esta calificadora recibe la petición formal de calificación, reúne un equipo, el cual tendrá un analista response ante quien solicita la calificación.
- El trabajo de este consiste en hacer analizar tanto cuantitativa como cualitativamente la situación actual de la empresa. Dicha información incluye análisis financieros, información entregada por el evaluado e información que este entienda puede ser de utilidad.
- **Reunión con la administración de la empresa:** Una vez que se han levantado los datos de la fase anterior, se realiza una reunión con los directivos de la entidad emisora. Esta reunión es vital para que el equipo de Feller-Rate levante información cualitativa.
- **Comité de Calificación:** Es la instancia operativa máxima de Feller Rate. Los integrantes de este comité, son analistas que han trabajado con el caso, analistas generales y socios de la firma.
- No siempre el comité está conformado por las mismas personas sino que depende de la rama a que estos pertenezcan.
- **Comunicación de la calificación:** Cuando la calificación es determinada, el analista responsable comunica a la empresa la decisión del comité.

- Apelación: si la empresa no está de acuerdo con la calificación asignada, Feller-Rate normalmente otorga una instancia de apelación. Durante este periodo, la empresa puede solicitar una nueva reunión y entregar información adicional para incorporar en la evaluación.
- No obstante, ante eventualidades que así lo exijan esta instancia no siempre podrá ser llevada a cabo, así como tampoco asegura que se cambie su decisión de calificación
- Divulgación de la información: Una vez la calificación ha sido asignada y el cliente está de acuerdo con esta FR la hace pública a través de comunicados de prensa. También es incluida en todas las publicaciones de FR así como en su sitio web.
- Seguimiento: Esta agencia mantiene un seguimiento continuo e ininterrumpido de la empresa para asegurar la vigencia de la calificación. Para estos efectos, se reúne periódicamente con la administración para actualizar los fundamentos de la calificación y discutir cómo los futuros planes de la compañía pueden influir en su capacidad de pago. Adicionalmente, los analistas responsables de cada entidad se mantienen informados acerca de los acontecimientos más importantes que afectan a las empresas e industrias correspondientes.

Para ello, utilizan los medios de información pública como periódicos, revistas de actualidad económica e Internet, además de los estados financieros que periódicamente las empresas deben entregar.

Feller Rate espera que el emisor le informe regularmente de su situación financiera y de cualquier acontecimiento que afecte las bases de la calificación.

Asimismo, puede pedir al emisor una reunión para analizar el efecto que ellos pueden tener sobre la calificación.” (Feller Rate)

2.7 Aspectos generales de Fitch Republica Dominicana:

“La calificación es una opinión sobre el riesgo crediticio de una empresa o instrumento, basada en una evaluación cuantitativa y cualitativa de la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones, según los términos y condiciones pactadas incluyendo además su capacidad para afrontar eventuales problemas o cambios en el entorno.

La calificación se realiza sobre la base de información ofrecida por fuentes consideradas confiables y no pretende bajo ninguna manera sustituir la auditoría interna ni aplicar funciones regulatorias.

Fitch ofrece el servicio de calificación en moneda local, el cual mide la probabilidad de pago en pesos dominicanos y dentro de la jurisdicción pertinente, y por consiguiente, a diferencia de la calificación en moneda extranjera, no considera la posibilidad de que controles cambiarios limiten transferencia a moneda extranjera.

2.8 Instrumentos calificados por Fitch Republica Dominicana en el mercado de valores dominicano.

Grafica No. 16 Instrumentos calificador por Fitch ratin en república Dominicana



Fuentes: SIV

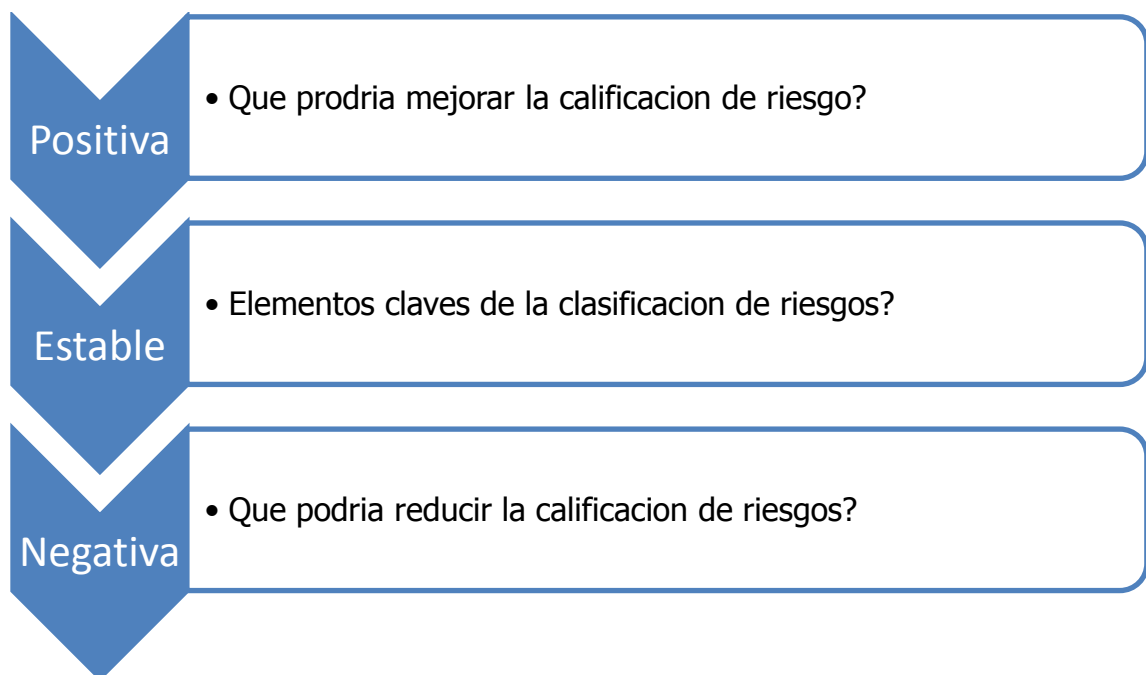
2.9 Instrumentos para analizar la posibilidad de cambio de calificación en el corto y largo plazo.

Los instrumentos de Fitch son
Perspectiva.
Watch.

2.9.1 Perspectiva (Outlook)

Indica la dirección en la cual es posible que la calificación de riesgo se mueva en un periodo de uno o dos años.

Grafica No.17 Tipos de perspectivas Fitch Republica Dominicana.



2.9.2 Observación (Watch)

Se utiliza para notificar a los inversionistas de un posible cambio de la calificación a corto plazo. El Watch tiene niveles de calificación.

En el caso de los Watch, Fitch República Dominicana, tienes 3 categorías, las cuales no son definidas por estos.

- Positivas.
- Negativas.
- En Evolución.

2.10 Proceso de calificación de Fitch República Dominicana.

Grafica No. 18 El proceso de calificación de Fitch República Dominicana está dividido en 6 fases. Estas son:



Esta compañía calificadora no especifica las características de su proceso de calificación.” (Pedro el Khaouli, 2009)

2.11 Participación del mercado de cada calificadora de riesgo.

Grafica No. 19 Numero de emisiones calificadas por firma Calificación por firma por emisión.

FIT=Fitch República Dominicana

FR= Feller Rate

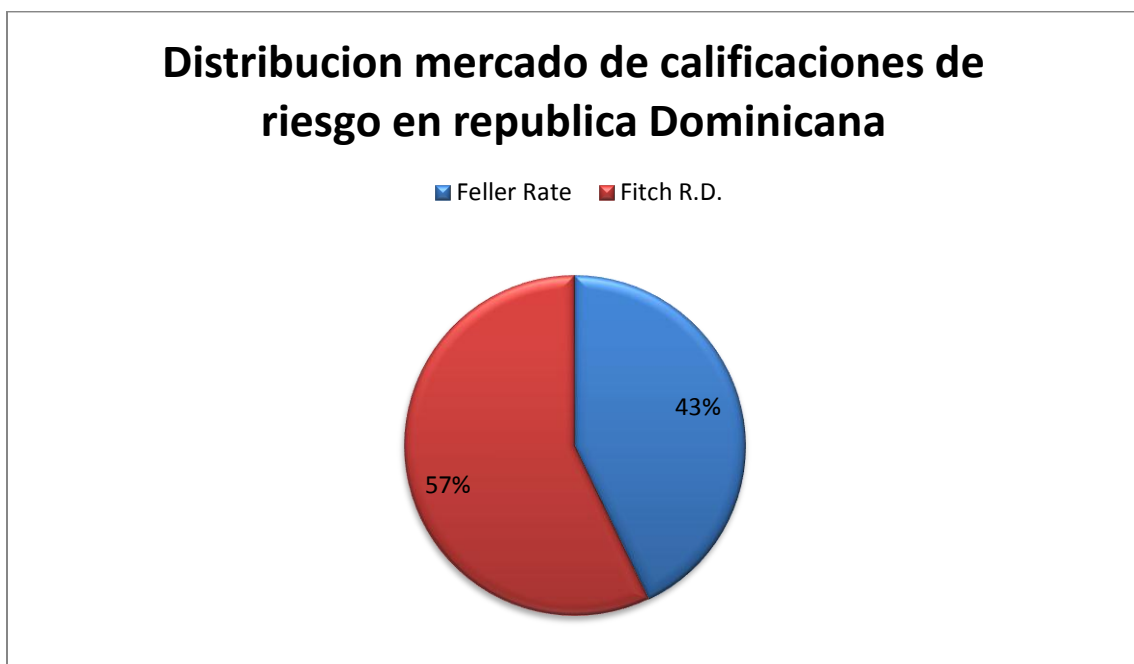
No. de Emisión	Emisor	1	2	3
<u>SIVEV-012</u>	Banco de Ahorro y Crédito ADOPEM. S.A.	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-013</u>	Banco Múltiple ADEMI, S.A.	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-014</u>	BHD León Puesto de Bolsa, S.A.	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-017</u>	Banco Popular Dominicano, S.A. - Banco Múltiple	FR	FIT	FR
<u>SIVEV-023</u>	Motor Crédito, S.A Banco de Ahorro y Crédito.	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-024</u>	Multiquimica Dominicana, S.A	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-025</u>	Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A.	FR	FIT	FR
<u>SIVEV-027</u>	Corporación Delta Intur, S.A.	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-029</u>	Asociación La Vega Real de Ahorros y Préstamos (ALAVÉR)	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-032</u>	Asociación Popular de Ahorros y Préstamos.	FR	FIT	FR
<u>SIVEV-033</u>	Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A (PARVAL)	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-035</u>	Consorcio Energético Punta Cana - Macao, S.A.	FR	FIT	FR
<u>SIVEV-036</u>	Compañía Eléctrica de Puerto Plata S.A (CEPP)	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-037</u>	Asociación La Nacional de Ahorros y Préstamos. (ALNAP)	FIT	FIT	FIT
<u>SIVEV-039</u>	UC- United Capital Puesto de Bolsa, S.A.	FR	FR	FR
<u>SIVEV-040</u>	Alpha Sociedad de Valores, S.A. Puesto de Bolsa	FR	FR	FR
<u>SIVEV-041</u>	CCI Puesto de Bolsa, S.A.	-	-	-
<u>SIVEV-042</u>	Banco Múltiple Caribe Internacional, S.A.	FR	FR	FR
<u>SIVEV-043</u>	Banco de Reservas de la República Dominicana.	FR	FIT	FR
<u>SIVEV-044</u>	Consorcio REMIX, S.A.	FR	FR	FR
<u>SIVEV-045</u>	Desarrollos SOL, S.A.	FR	FR	FR
<u>SIVEV-009</u>	Banco Nacional de Fomento de la vivienda y la Producción. (BNV)	FR	FIT	FR

Fuentes: SIV

El cuadro que presentamos se puede apreciar las calificaciones que ha realizado cada agencia calificadora por cada emisión. Según los datos colgados en la página de la SIV estas son las emisiones que se encuentran activas.

De un total de 63 calificaciones Fr realizó 27 mientras 36 calificaciones fueron realizadas por FRD.

Grafica No. 20 Posicionamiento de mercado de firmas calificadoras en república Dominicana



Como podemos ver en este gráfico, Fit es la calificadora de riesgo con mayor cantidad de calificaciones. A pesar de estar constituida según las leyes dominicanas Fitch república Dominicana, no cuenta con un equipo nacional de evaluación de riesgos. Sino que los datos necesarios para evaluar son enviados a otro país donde la información es evaluada.

En el caso de Feller Rate, tampoco tiene un equipo en república Dominicana sino que una firma de servicios financieros local lo representa.

2.12 Marco legal que regula las calificadoras de riesgo en república Dominicana.

Las firmas calificadoras de riesgos, son regidas por la (SIV) y el capítulo VI en ley No. 19 que regula el mercado de valores de república dominicana, es la que define los puntos estructurales.

En el artículo 84, delimita que institución es la que las regula la firma calificadora

Art. 84.- "Las calificadoras de riesgo deberán constituirse en compañías por acciones con arreglo a las normas del Código de Comercio. Deberán estar *autorizadas* por la Superintendencia de Valores para evaluar y calificar el riesgo de los valores objeto de oferta pública, y estar inscritas en el registro del mercado de valores."(Ley No.19-00)

En el artículo 85 se especifica, cuales según la ley son las funciones primordiales de una calificadora de riesgo.

Art. 85.- "Para ejercer sus funciones, las calificadoras de riesgo deberán fundamentar sus evaluaciones principalmente en la determinación de la solvencia del emisor, la liquidez del título, las características del instrumento, la probabilidad de no pago, así como otras variables que puedan incidir en la calificación del valor". (Ley No.19-00)

El artículo 87, traza una línea entre quienes y puede no pueden tener una posición influyente dentro de una calificadora. Ya sea en el consejo de directores o como socios. Se refiere a individuos que tengan reputación dudosa dentro del mercado de valores, quienes laboren en instituciones públicas o dentro de compañías privadas que sean influyentes en el sector financiero.(Ley No.19-00)

"Art. 87.- No podrán ser miembros del consejo, administradores o socios de una calificadora de riesgo:

a) Las personas físicas o jurídicas que directa o indirectamente hayan cometido una falta grave o negligencia en contra de las disposiciones de la superintendencia de valores, del banco central de la república Dominicana, la superintendencia de bancos y la superintendencia de seguros, causando perjuicio pecuniario a terceros;

b) Los funcionarios y empleados del banco central de la república Dominicana, de la superintendencia de valores, de la superintendencia de bancos y de la superintendencia de seguros;

c) Los representantes de las instituciones financieras, las bolsas, los intermediarios de valores, sus administradores y funcionarios, así como las personas que directamente, o a través de otras personas físicas o jurídicas, posean el quince por ciento (15%) o más del capital de cualquiera de dichas entidades." (Ley No.19-00)

Como regla, el punto en el que se realiza mayor hincapié, es en el manejo de la información privilegiada. Se empieza al inicio de la ley con los artículos del 10 hasta el 12

"Art. 10. - Para los efectos de esta ley, se entenderá por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores objeto de oferta pública, mientras tal información no se haya hecho de conocimiento público.

Art. 11.- Las personas que dispongan de información privilegiada deberán abstenerse de efectuar operaciones, en (beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores cuyo precio pueda ser influido por dicha información, hasta tanto la misma sea de conocimiento público.

Art- 12.- Se presume que tienen acceso a información privilegiada las personas Siguientes:

c) Los socios, administradores, miembros de los consejos y empleados de las calificadoras de riesgo, que califiquen valores de los emisores o a estos últimos, así como los auditores que realicen auditorías a los emisores o a los inversionistas institucionales” (Ley No.19-00)

Cuando la ley que rige el mercado de valores dominicano toca el tema de las sanciones y castigos, en el capítulo dos, artículos del 114 al 121, se vuelve a tocar el tema de la información privilegiada

“Art.116. - Serán castigados con una multa de un millón de pesos dominicanos (RD\$1,000,000.00) a diez millones de pesos dominicanos (RD\$10,000,000.00), o se les pondrá pena de reclusión de dos (2) años a diez (10) años, o ambas penas a la vez, a:

c) Los que actúen como bolsas, intermediarios de valores, calificadoras de riesgo, cámaras de compensación, depósitos centralizados de valores, y demás participantes detallados en el artículo 38 de la presente ley, sin estar inscritos en el registro del mercado de valores y de productos, o cuando su inscripción hubiere sido suspendida o cancelada;

g) Los socios, administradores, gerentes y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición en las calificadoras de riesgo, se concertare con otra persona para otorgar una calificación que no corresponda al riesgo de los títulos que califique, así como cuando tengan acceso a información reservada de los emisores calificados y revelen el contenido de dicha información a terceros.

También destaca el registro de mercados y productos. En este deben registrarse los principales actores del mercado de valores. Dicho registro ha sido de gran utilidad para esta investigación.”

Art. 38.-“ La superintendencia de valores tendrá un registro del mercado de valores y de productos, el cual podrá ser electrónico en él se inscribirá la información pública respecto de los valores, emisores y demás participantes del mercado de valores regulados por esta ley, conforme a las disposiciones que se establezcan en el reglamento. El registro del mercado de valores y de productos estará a disposición del público y en el mismo se inscribirán:

j) Las calificadoras de riesgo. (Ley No.19-00)” (Ley No.19-00)

Los puntos que ya citamos son los que son dictado en la ley, sin embargo aun quedan muchos puntos importantes que revelan la importancia y el grado de interdependencia entre un mercado de valores modernos y las firmas calificadoras de riesgo.

En el capítulo uno, en el reglamento de la aplicación de la ley se empieza clasificando el lugar que tienen las calificadoras en el mercado de valores de república dominicana

Artículo 206.- “Participantes del mercado y su clasificación. Los participantes del mercado de valores se clasificarán en activos y pasivos. Dentro de los activos se encuentran las bolsas, los mercados secundarios extrabursátil de valores de deuda, los mercados de futuros y opciones, los agentes de valores, los puestos de bolsas, las sociedades administradoras de fondos, las compañías titularizadoras y las entidades fiduciarias. Dentro de los pasivos se encuentran aquellos que prestan servicios a los participantes activos, tales como las cámaras de compensación, los depósitos centralizados de valores, las *calificadoras de riesgo* y los auditores externos.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

En el reglamento aborda de forma más específica que la ley de cómo se deben hacer las cosas ,por ejemplo la forma legal en que debe constituirse una calificadora de riesgo, este punto es abordado en el artículo 492

Art 492. "Formación de la compañía calificadora. La Sociedad Anónima o de Responsabilidad Limitada constituida o adecuada de acuerdo con lo establecido en la Ley de Sociedades, que decida dedicarse a la calificación de riesgo de valores objeto de oferta pública, de conformidad con lo previsto en la Ley, así como las compañías calificadoras de riesgo extranjeras, reconocidas internacionalmente, que deseen establecerse como sucursales de las mismas, deberán solicitar a la Superintendencia la autorización para operar como tales e inscripción en el Registro. Dicha solicitud deberá estar acompañada de los documentos que requiera la Superintendencia a través de una norma de carácter general.

Párrafo. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, establecerá el capital mínimo requerido para autorizar las compañías calificadoras." (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

El reglamento también especifica que la calificaciones de riesgo es obligatorias, para los casos de varios productos financieros, los cuales son los que por lo general tiene mayor volumen de transacciones en nuestro mercado.

Art 493.-"Instrumentos a calificarse. La calificación de riesgo es obligatoria para los casos de emisiones de obligaciones y otros valores análogos, bonos convertibles, acciones preferentes, los valores titularizados independientemente de que emitan valores de participación o de contenido crediticio, valores de fideicomiso, los fondos de inversión cerrados y otros valores que determine la Superintendencia mediante norma de carácter general.

Párrafo. La calificación de riesgo para los fondos de inversión mutuos o abiertos será voluntaria. Sin embargo, la Superintendencia podrá ordenar la calificación de dichos valores, cuando así lo considere. En los casos de no efectuarse la calificación de riesgo, toda oferta, prospecto de emisión, contrato de suscripción de cuotas, reglamento interno y publicidad deberá contener la expresa mención: sin calificación de riesgo.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

También el reglamento hace especificaciones de la metodología que debe utilizarse como base, en el artículo 494, se hacen estas valoraciones -Metodología de calificación.

Art.494 “Los valores representativos de deuda se calificarán tomando en consideración, como mínimo, la solvencia del emisor, la liquidez del valor en el mercado secundario, las características de los valores, el hecho de contar con garantía específica, la probabilidad de no pago del capital e intereses, las características del instrumento y la información disponible para la calificación, en base a las categorías reconocidas internacionalmente.

En el informe de calificación de riesgo se deberán presentar los fundamentos que sustentan los criterios mínimos establecidos en este reglamento y en su metodología.

Párrafo I. Las metodologías, por tipo de industria, tipo de negocio y tipo de instrumento, deberán estar depositadas en la Superintendencia.

Párrafo II. La calificación de riesgo de aquellos instrumentos para los cuales se requiera, deberá tomar en consideración los requerimientos mínimos establecidos por la Superintendencia a través de norma de carácter general.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

En los procedimientos generales de calificación y en los de las dos firmas que operan en nuestro país, pudimos ver cómo influye el comité de calificación, en el reglamento que secunda la ley del mercado de valores dominicano, da unos parametros generales que deben ser seguidos por dicho comité.

Art 495.- “Comité de calificación. La Superintendencia dictará las disposiciones de carácter general que establezcan la constitución y el funcionamiento del comité de calificación de las compañías calificadoras de riesgos y los requisitos de idoneidad, capacidad, obligaciones a que deben sujetarse los administradores, miembros del comité de calificación y las demás personas a quienes se les encomiende el estudio de una calificación de riesgos, manteniendo en todo momento independencia frente a los sujetos de calificación.

Párrafo. El Comité tendrá a su cargo la emisión de dictámenes de calificación adoptados por mayoría de votos, para lo cual deberá dar estricto cumplimiento a los criterios mínimo de calificación establecidos en la Ley y el artículo 494 (Metodología de calificación) del presente Reglamento.”
(Reglamento aplicación ley mercado de valores)

El párrafo uno del artículo 496 deja el espacio el camino para que en el eventual caso de fundarse una firma calificadora dominicana, entre al mercado con reglas preestablecidas.

“Art 496.-Contenido mínimo de la calificación. Las compañías calificadoras deberán ajustarse a los criterios mínimos de calificación que establezca la Superintendencia a través de normas de carácter general.

Párrafo I. Las compañías calificadoras de riesgo constituidas en el país que cuenten con la participación de una calificadora de riesgo internacional de reconocido prestigio o hayan suscrito un acuerdo o alianza estratégica con ésta,

podrán utilizar las denominaciones de categorías de riesgo de títulos de deuda de estas últimas. En este caso, las compañías calificadoras deberán informar a la Superintendencia, en forma previa a su aplicación, las equivalencias entre sus categorías de calificación y las categorías definidas por la norma indicada en este artículo.” (Ley No.19-00)

Un punto muy importante para dinamizar los mercados, es que por ley las calificadoras deben revisar las calificaciones cada cierto tiempo.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

“Art 497.- Periodicidad de la calificación. Las compañías calificadoras deberán revisar las calificaciones de riesgos que efectúen de forma trimestral o con la periodicidad que establezca la Superintendencia mediante normas de carácter general.

En la ley se habla sobre las prohibiciones en general, en el reglamento se hacen las especificaciones.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

“Art 498.- Actividades no autorizadas. Las compañías calificadoras, sus directores, gerentes, miembros del Comité y empleados, no podrán utilizar información a la que tengan acceso en razón de su actividad, para beneficio personal, de la propia calificadora o de terceros. Asimismo, les está prohibido divulgar cualquier información, a excepción de la calificación del valor.

Párrafo. Las calificadoras de riesgos y su personal no deberán participar en ninguna negociación de valores o derivados de aquellas empresas que éstas califiquen, del grupo al que dicha empresa pertenezca, o que presente conflictos de interés con las actividades de las calificadoras o la sociedad calificada.” (Reglamento aplicación ley mercado de valores)

“El artículo 499, le da a la (SIV) plena autoridad sobre las políticas y procedimientos que tengan las agencias:

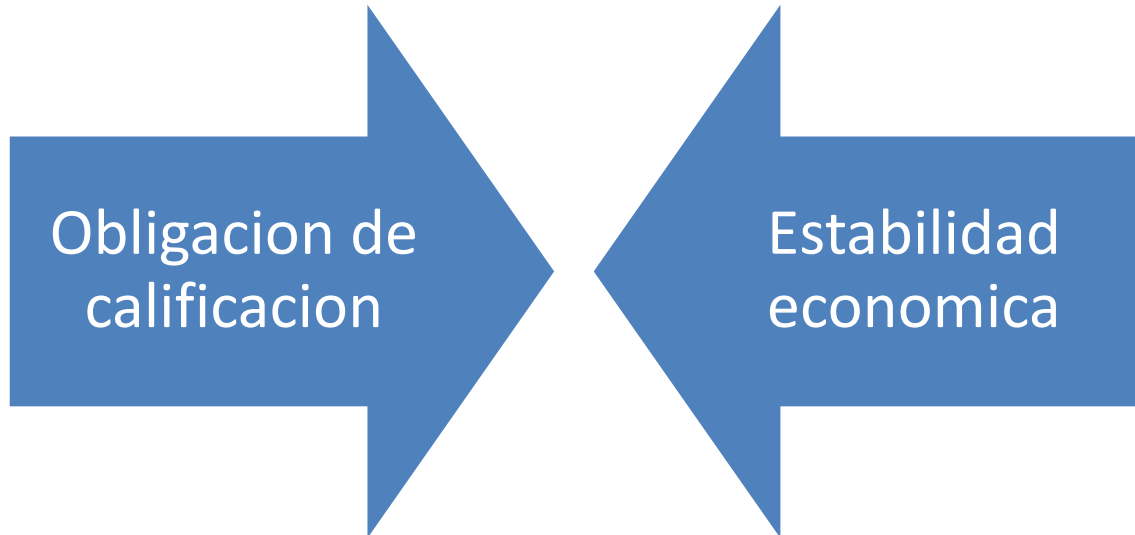
“Políticas y procedimientos de las compañías calificadoras. Las compañías calificadoras de riesgo deben establecer políticas y procedimientos que garanticen la integridad y calidad del proceso de calificación, la independencia, prevención y elusión de conflictos de interés por parte de la calificadora, sus analistas y demás personal involucrado en el proceso de calificación.”
(Reglamento aplicación ley mercado de valores)

CAPITULO III: PERSPECTIVAS DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS EN EL MERCADO DE VALORES DE REPUBLICA DOMINICANA.

3.1 Fortalezas de la calificación de riesgo en el mercado de valores de RD.

La fortaleza principal del mercado de riesgo en la república dominicana gira en torno a dos ejes. Uno que está ligado a la obligación de calificación de riesgo y el segundo a la pureza y madurez que ha demostrado tener el mercado de valores de la república Dominicana.

Grafica No 21 Fortalezas mercado de valores de república Dominicana



Si bien es cierto que la calificación de riesgo es una herramienta extremadamente ventajosa para los actores de un mercado de valores, muchas veces no se puede percibir el valor que tiene con la exactitud que amerita.

Si la calificación no fuese obligatoria muchos emisores simplemente utilizaran otra vía para influenciar a los inversionistas. Nuestro mercado se valdría de informaciones informales valga la redundancia y brindadas por individuos e instituciones que no serían *imparciales*.

A esto debemos sumarle cuantos proyectos de deuda serían creados con el fin de estafar al inversionista basándose de la asimetría en la información o en la poca credibilidad que tenga una institución de calificación que no sea como la que tenemos hoy en día.

Por otro lado tenemos una economía y un mercado de valores fuerte y sólido. Para corroborar lo que decimos precisamente en la semana en que se concluía esta investigación, el analista de banco de inversiones J.P. Morgan franco Ucelli (Ortega, 2015) habló sobre lo atractivo que era república dominica para los inversionistas extranjeros. Aunque esta declaración no se refiere específicamente a mercado de valores locales, si se lee entre líneas, colateralmente habla de la robustez de las finanzas nacionales.

Resalta el hecho de que según el diario el dinero la gerente de nuevos mercados de desarrollo de la bolsa de Londres, Antonella Amadei, estar interesada en que república Dominicana sea su Hub para el Caribe y Centroamérica (Dinero, 2015).

No creemos que este tipo de impresión se pueda dar sin que nuestro mercado de valores contase con servicios de calificación de riesgo como el que tenemos.

En nuestra cuestionario que fue contestado por mail, por el asesor financiero señor Javier Trullols, le preguntamos sobre sus expectativas sobre el mercado de valores de la república Dominicana. El señor Trullols contestó que "sus expectativas

era muy positivas. Que teníamos un mercado en desarrollo y estabilidad política lo cual beneficiaba mucho el mercado”. Además añadió “que el principal estímulo para invertir en la bolsa de valores, es la estabilidad”.

3.2 Buena experiencia con las calificaciones

Nuestro mercado de valores no se ha visto envuelto en ninguna crisis donde los actores de mercado puedan vivir de forma real la posibilidad de impago que tenga un instrumento financiero y ponga en peligro todo el sistema de valores de república dominicana. Sin embargo destaca el caso de la corporación Delta Intur.

La emisión de bonos de esta corporación fue privada, lo cual según se nos dijo en la SIV estará prohibido en la nueva ley que regirá el mercado de valores y que se discute en la actualidad .

El caso de la Corporación Delta Intur, refleja con completa claridad como una calificación de riesgo puede orientar al mercado. El gran orientador del mercado la situación de pago de Delta Intur fue Fitch Rating. Y Así lo muestra la reseña de periódico el día en la que se dice “Fitch retira a Delta Intur de su clasificación de riesgos” (Torres, 2013)

En este caso, la calificación de riesgo probó, ser un instrumento de medición de riesgo muy útil y puntal que de forma imparcial y objetiva informa al mercado la posibilidad de impago.

Los rumores de la posibilidad de impago de este emisor tenían mucha fuerza, como también los han tenido los de instituciones que no tienen problemas económicos , con la calificación de riesgo se tiene una caja de resonancia de la situación real de cualquier compañía que transa valores en la bolsa dominicana.

3.2.1 Marco legal favorable al crecimiento del mercado de valores.

En el capítulo 2 de esta investigación se trato sobre el marco legal que rige las calificadoras de riesgo. Nos sorprendió mucho la cantidad de productos financieros que son contemplados en la ley No. 19-00. Por ejemplo en el artículo 58 se habla de contratos a futuros y opciones, es decir se deja despejado el camino para productos financieros de mucha complejidad y donde una calificación de riesgos toma una matiz mucho más profunda que digamos con un bono.

3.2.2 Mas de una firma calificadora.

En el capítulo 1 se trato el tema de las firmas calificadoras de riesgos por país. Allí pudimos apreciar que varios países latinoamericanos se encuentran en la situación de tener una sola calificadora de riesgo. República Dominicana cuenta con la ventaja de que en la ley y reglamento que impacta a las calificadoras, el país debe tener más de una firma.

En este caso nuestra ley va más lejos aun y obliga dependiendo del instrumento y el monto a más de una calificación y por firmas diferentes. Desde ese momento la legislación para el mercado de valores dominicano, sube un peldaño,.

Emisión Banco Popular Dominicano, S.A. - Banco Múltiple, que por su monto debe ser calificada por dos firmas diferente.

<u>SIVEV-017</u>	Banco Popular Dominicano, S.A. - Banco Múltiple	FR	FIT	FR
------------------	---	----	-----	----

3.3 Debilidades del mercado de valores en RD.

La principal debilidad del mercado de valores radica, en que prácticamente es un mercado de bonos. Este es solo uno de los productos y quizás el mas sencillo y menos riesgoso de los productos que tienen a negociarse en los mercado de valores. Como mencionamos en el punto pasado nuestra legislación contempla una amplia serie de productos financieros que pueden ser transados en bolsa pero que el mercado nos absorbe.

CONCLUSIÓN

En base a la información que hemos analizado podemos llegar a la conclusión que las firmas calificadoras de riesgo realizan un gran aporte a países que tengan mercado de valores en su etapa de crecimiento, como es el caso de la república Dominicana.

El mercado de valores también se beneficia incluso de forma colateral al tener una medición a los distintos instrumentos de crédito que estimula a los actores de mercado para hacer la transacción que consideren más conveniente.

Las calificadoras brindan información objetiva e imparcial sobre la posibilidad de pago de un emisor, la forma de distribuir dicha información es totalmente abierta y asequible para todos los actores del mercado sin importar su tamaño o influencia.

El emisor tiene conocimiento de su capacidad de pago, y de las variables que le puedan afectar, pero los inversionistas, no. Las firmas calificadoras de riesgo, son ese intermediario que facilita los datos que este ultimo necesita saber. Podríamos afirmar que el principal aporte de las agencias ya mencionadas es respecto a la *asimetría en la información*, el cual es el componente principal de todos los mercados eficientes, y cuando hablamos de todos los mercados no solo señalamos el sector valores sino de todo tipo de mercado.

En este trabajo hemos apreciado como las firmas de calificación de riesgo han servido como filtro para mantener en el mercado aquellos emisores que puede jugar correctamente su papel, así como aquellos que pueden crear distorsiones de mercado, y antes de provocar daños sistémicos dan la señal de alerta, como lo fue en el mencionado caso de la corporación Delta Intur.

Así también fue cuando en el capítulo dos se explican los procedimientos de las calificadoras, se puede ver que las firmas que operan en república Dominicana tiene básicamente el mismo procedimiento. Destaca el hecho de que la ley del mercado de valores, regula incluso al comité de calificación de las firmas esto dice mucho de lo bien custodiados que están los procedimientos de calificación. Es en este comité donde se decide que calificación que se le otorgara al emisor.

Por la debilidad de las instituciones Dominicas en general y por la desconfianza que estas generaron durante décadas, las agencias calificadoras de riesgo han venido a desempeñar un papel mucho más hondo que el que se puede ver a simple vista. Son algo nuevo y en lo que nuestro país respecta no tiene cola que le pisen, gozan de una alta credibilidad pues como ya se dijo en esta investigación, el mercado a podido comprobar la certeza de sus calificaciones.

Por otro lado pudimos apreciar como en varios países de Latinoamérica basándonos en la cantidad de calificadoras que están registradas y los servicios que ofrecen existe una solidad cultura de medición de riesgo. El lector podría pensar y con mucha razón que lo que origina esa corriente de medición de riesgo es el tamaño del mercado, cosa que hasta cierto punto es cierta.

Sin embargo los diferentes tipos de riesgo están presentes en todas las actividades comerciales, unos puede impactar una actividad comercial y financiera más que otro, pero están ahí, sin importar los montos que estén en juego.

Al inversionista Dominicano solo se le lleva hasta cuanto puede ganar, sin tomar en consideración los riesgos del negocio, o simplemente utilizando herramientas de bajo rendimiento con igual grado de riesgo. Sin embargo lo que caracteriza los mercados modernos son los riesgos calculados, no los evitados.

La cultura de medición de riesgo tiene que ver más con la forma de cómo se hacen las cosas que con los montos que se transen en un mercado. En república dominicana hasta no entrar las firmas calificadoras a juego los riesgos simplemente eran un tópico en el que nadie quería entrar. A esto se le añade que quienes manejan esta área son empleados de empresas o instituciones públicas cuyo alcance muere al salir de las fronteras de los intereses de sus empleadores.

Se toca el punto de los analistas de riesgo Dominicanos porque sería de mucho interés y de mucho impacto en el mercado de valores de la mencionada nación que se tuviese una industria de medición de riesgo mas dinámica y con mas servicios de medición.

El mercado de calificación de riesgo en república Dominicana este manejado por empresas que tienen un oligopolio mundial, nos referimos al ya mencionado grupo de las tres hermanas, Fitch Rating, Standard and Poor's y Moody's. Estas tres agencias son las que controlan por mucho el mercado global de las calificaciones de riesgos. Solo hay que darse cuenta cuando se revisa el capitulo numero dos cuales son las firmas que operan en nuestro país, Fitch Rating y una agencia con la cual Standard and Poor's tienen una alianza estratégica, y que muchos inversionistas dominicanos no tienen ni idea de su existencia, nos referimos a Fitch – Rate.

Hasta ahora el oligopolio que tienen estas firmas no ha contaminado el mercado de valores Dominicanos, sin embargo al ritmo de crecimiento que lleva es solo cuestión de tiempo para que se vaya definiendo quienes serán los grandes clientes de las calificadoras con muchas emisiones para calificar.

Lo que se ha sugerido en naciones con un cuadro similar al dominicano es tratar de empujar a las calificadoras pequeñas, sin embargo con la gran barrera de entrada que tienen el mercado de calificación de créditos, dificulta mucho esta operación, el prestigio.

Según un experto en riesgo que fue consultado en esta investigación y pidió conservar su identidad en el anonimato, es muy difícil que un emisor elija una virtual firma Dominica para que le califique su emisión teniendo como opción a Fitch Rating o Feller Rate.

Sin embargo queremos destacar que según lo que nos dijeron en la (SIV) una tercera agencia está requiriendo ser aprobada por esta institución y se está en el proceso de evaluación. No se nos reveló la identidad de dicha agencia, por lo que no sabemos si sería la tercera hermana que falta por operar en el mercado Dominicano Moody's, una firma nacional u otra agencia de las cientos que existe pero que no son conocidas.

En conclusión con sus mucho mas luces que sombras las firmas calificadoras de riesgo son la fuente en que descansa la transparencia del mercado de valores en república Dominicana. Gozan de la confianza de los actores del mercado lo cual es un factor de vital importancia en un país con instituciones débiles. Aun siendo la calificación una opinión hemos visto que se llega a ella luego de un proceso rigurosos por parte de las firmas calificadoras y muy bien custodiado por el marco legal actual.

Es tan la importancia de las calificaciones de riesgo por una calificadora que según se nos dijo en la (SIV), el proyecto de ley para regir el mercado de valores que se discute en el congreso, tiene un espacio llamado protección al inversionista y la primera arma que las autoridades utilizará serán las calificaciones de riesgos.

Por otro lado se debe tener claro que las calificaciones de riesgos tienen sus limitaciones. Queremos destacar que esta solo mide la posibilidad de pago de una emisión, no toma en cuenta la rentabilidad de esta. Por ello debe ser una de los múltiples insumos utilizados antes de hacer una inversión.

RECOMENDACIONES

Promoción por parte de los actores que intervienen en el mercado de valores, del cambio en el tipo de financiamiento, del sistema tradicional con los bancos comerciales al financiamiento con el mercado de valores.

Incrementar el apoyo estatal para fortalecer la banca de inversión, que hasta ahora es operada por los bancos múltiples.

Un programa de acercamiento a universidades de parte de las calificadoras de riesgo con el fin de reclutar personal con destrezas financieras.

Inclusión de medidas en el reglamento de la ley de valores para mitigar el riesgo de colusión entre calificadora y clientes, incluyendo la creación de un índice de monitoreo que permita medir el riesgo ya mencionado.

Desarrollo de plan maestro entre calificadoras de riesgos y municipios a fin de que estos últimos puedan beneficiarse de las ventajas que da el financiamiento con instrumentos de deudas del mercado de valores.

Cambiar el actual sistema de multas por faltas o violación de ley. En el esquema actual tiene montos fijos, lo correcto sería que el monto de la multa este de acuerdo con el monto que envolvió la falta cometida.

Formación de la organización de los profesionales del riesgo en una asociación que les permita ofrecer sus servicios profesionales como consultores de riesgo y no como parte de una institución a la que tenga que rendir cuentas. El riesgo es una parte fundamental de la inversión y en república dominicana no funciona con la movilidad que si lo hacen otros ingredientes de la inversión.

Formación de organismo latinoamericano que agrupe pequeñas firmas calificadoras de riesgos.

La agrupación por la SIV de quienes estén interesados y capacitados en el área de riesgos, para que tengan como grupo un mayor poder negociador en el mercado y su formación e ingresos no estén tan atados a las compañías para las que trabajan.

Creación de productos financieros que coticen en varias bolsas latinoamericanas a la vez, con el fin de promover el intercambio de prácticas financieras que pueden favorecer el mercado de valores de los países involucrados.

Se debe abogar por que se creen mecanismo que obliguen al emisor a utilizar diferentes compañías calificadoras de riesgo, se ha comprobado que las firmas pueden desarrollar fuertes lazos comerciales con sus clientes creando conflictos de intereses. Crear un mecanismo para que las firmas calificadoras contraten personal que haga vida profesional en república Dominicana.

Promoción por parte de las firmas calificadoras de servicios que prestan en otros países y que pueden ser prestados en el nuestro.

El desarrollo de una educativa dirigida a niños y menores de edad para con el fin de crear conciencia en la próxima generación y que puedan sacar más beneficios del mercado de valores dominicano.

Incentivar sectores tradicionales que manejan, mucho dinero pero tienen prácticas comerciales financieras a que ingresen al mercado de valores. ejemplo cooperativas y sindicatos. Promover un periodismo financiero que haga una opinión crítica.

BIBIOGRAFIA

- Berk, J. P. (2008). *Finanzas Corporativas*. Mexico: Pearson Educacion .
- Carlos Alcantara, I. A. (2007). *DICCIONARIO LID EMPRESA Y ECONOMIA*. Madrid: LID Editorial Empresarial .
- Cifuentes, J. L. (2007). *Diccionario de Economia*. Mexico: Grupo Editorial Patria.
- CISS. (2010). *Enciclopedia de Economia, Finanzas y Negocios*. Madrid: Wolter Kluwer.
- Chancellor, E. (2000). *Salvese quien pueda*. Buenos Aires: Granica ensayo.
- Dominicana, S. d. (2014). *Pagina Oficial SuperIntendencia de Valores de la Republica Dominicana*. Recuperado el 14 de Mayo de 2015, de <http://www.siv.gov.do/sobre-nosotros/-quienes-somos/>
- Finney, D. (2015). *Investopedia.com*. Recuperado el 08 de julio de 2015, de <http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>
- Gitman, I. J. (2012). *Principios de administracion financiera*. Mexico: Pearson educacion.
- Julia Carricajo de Caso, D. D. (2009). *Diccionario de economia* . Madrid: Ediciones GPS.
- Madura, J. (2010). *Mercados e instituciones financieras*. Mexico: Cengage Learning.
- Michael Crouhy, D. G. (2001). *Risk Management*. New York: McGraw-Hill.
- Pascual, J. L. (1996). *El rating y las agencias calificadoras*. Madrid: Dykinson.
- Pedro el Khaouli, H. r. (2009). *Curso Fitch, calificadora de riesgo*. Santo Domingo.
- Real Academia Española. (2014). *Diccionario de la lengua española*. Mexico: Espasa Libros, S.L.U.-Editorial Planeta Mexicana, S.A. de C.V.
- Scott Besley/Eugenie F, B. (2009). *Fundamentos de administracion financiera*. Mexico : Cengage Learning .

Superintendencia de Valores Republica Dominicana. (12 de agosto de 2014). *Superintendencia de Valores Republica Dominicana*. Recuperado el 14 de Junio de 2015, de <http://www.siv.gov.do/marco-legal/leyes/>

Superintendencia de Valores, C. (Diciembre de 1998). *Gaceta Judicial*. Recuperado el 12 de Abril de 2015, de <http://www.gacetafinanciera.com/califin.htm>

Sylla, R. (1 de Marzo de 2001). *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*. Recuperado el 08 de Julio de 2015, de Word Bank : http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf

TRULLOLS, J. (20 de Abril de 2015). *El Dinero*. Recuperado el 20 de Abril de 2015, de <http://www.eldinero.com.do/11401/el-rol-de-las-agencias-de-calificacion-de-riesgo/>

Valletta, L. (2000). *Diccionario de derecho comercial*. Buenos Aires: Valletas Ediciones S.R.L.

W, A. F. (7 de Agosto de 2014). *Argentarium*. Recuperado el 20 de Mayo de 2015, de <http://www.argentarium.com/argentarium/1233-calificaciones-bancarias-2014/>

ANEXOS



Vicerrectoría de Estudios de Posgrado

Anteproyecto del trabajo para optar por el título de:

Maestría en Administración Financiera

Título:

LAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN EL MERCADO DE VALORES DE REPUBLICA DOMINICANA

Postulante:

Lic. Hitler Anibal Rivera Hernandez

Mat.2013-2159

Tutor:

Dr. Reinaldo Ramón Fuentes Plasencia

Santo Domingo, Distrito Nacional

República Dominicana

Agosto, 2015

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La calificación de valores tuvo su origen en los estados unidos a finales del siglo XIX. Podríamos decir que su nacimiento fue como un buro de crédito o un sistema de información crediticia. Para 1900 John Moody quien es reverenciado como inventor de lo que hoy conocemos como calificación de crédito, publico la primera evaluación del mercado de valores, un manual titulado "Moody's manual of industrial and miscellaneous securities". Esta evaluación fue tan completa que se agoto en tan solo 2 meses.

El manual proveía información sobre bonos y acciones de instituciones financieras, agencias del gobierno, compañías de manufactura, minería, alimentos.

Para estos años se vivía el proceso de crecimiento del sistema ferroviario de los estados unidos, la que es considerada la hazaña tecnológica más importante para dicha nación en el siglo XIX. La forma en la que se financió esta obra trascendental para que este país en aquel entonces consolidara su posición de potencia mundial fue con bonos. Y precisamente la herramienta para evaluar estos bonos fue bajo los parámetros que había expuesto Moody su manual.

Igual en la república dominicana las empresas calificadoras de riesgo hacen su debut en un proceso socio económico muy importante para esta nación. Para el año 2004 entro en operación el sistema de seguridad social dominicano, con él todo un escenario financiero que en ese momento era totalmente desconocido en este país.

La cantidad de dinero que manejarían las AFP y el tiempo en el cual sería retenido por estas, obligaba la creación de un esquema jurídico-financiero para su correcta administración y garantizar que el dinero que por ley le era descontado a la población general estuviera disponible y que el monto al momento del retiro haya rendido los dividendos estipulados.

Según la ley de seguridad social, los fondos que manejen las AFP's solo pueden ser invertidos en instrumentos financieros o entidades que cuya calificación de riesgo debe ser superior a al grado de inversión.

En la actualidad en la bolsa de valores de república dominicana operan dos firmas calificadoras, fitch y feller rate. La primera es una de las más reconocidas e influyentes a nivel mundial, la segunda de origen chileno tiene su radio de acción en américa latina. . A nivel mundial standard and poor's,moody's y fitch rating son las que tiene respectivamente mayor participación en el mercado.

Entendemos que manejar el tema de las calificadoras de riesgo, es vital para quienes estén interesados en invertir en el mercado de valores, estas son la principal garantía de transparencia con a que puede contar en republicana Dominicana y en cualquier país, un mercado de valores.

OBJETIVOS GENERALES Y ESPECIFICOS DE INVESTIGACION

OBJETIVO GENERAL:

Destacar el gran aporte que hacen las firmas calificadoras de riesgos al mercado de valores de república dominicana.

OBJETIVOS ESPECIFICOS:

- Mostrar las variables que son analizadas por las firmas calificadoras en república dominicana.
- Describir las metodologías utilizadas por las calificadoras que operan en este país.
- Sugerir cuales son los pasos que se deben llevar a cabo en el sector de calificadoras para aportar a la evolución del mercado de valores.
- Enumerar el marco legal que soporta las firmas calificadoras.
- Determinar cuáles son las limitantes que tiene una calificación de riesgo.
- Citar los aportes que hacen las calificadoras a mercados de otros países que no se hacen en el nuestro.

JUSTIFICACION TEORICA

Esta investigación se hace con la intención de ser una herramienta de soporte para quien quiera entender el papel de los diferentes actores del mercado de valores de la república dominica. En el caso de un particular que desconozca el mercado de valores las informaciones que se recabaron están expresadas de una forma clara y con el propósito de que el lector tome conciencia de todo lo que soporta una calificación de riesgo. En caso de que el usuario sea un entendido en la materia, tendría en esta investigación una gran cantidad de información organizada y fiable que le auxiliaría con diferentes fines útiles y productivos. Nos hemos basado en diversas fuentes de obtención de datos como son revistas especializadas en finanzas, artículos de expertos, entrevistas a los gurús del sector entre otras.

Creemos que este estudio puede realizar un gran aporte al mercado de valores de importancia y aspectos de relevancia que hasta ahora no han sido presentados de forma organizadas como se hace en esta investigación.

JUSTIFICACION METODOLOGICA

En base a la clasificación tradicional que ha tenido la investigación podemos decir que en base a los componentes que hemos utilizado esta es

Histórica: Par poder comprender mejor el marco que ha dado forma al esquema actual de las calificadoras de riesgo hemos explicado cual ha sido su trayecto en los mercados de valores de otros países, esto incluye la creación mismo de las calificadoras de riesgo como instrumento de mitigación de riesgo y transparencia de información.

Documental: Se utilizaron una serie de libros, entrevistas y cuestionarios con el fin de sacar de estos lo máximo de información tanto académica como de mercado, con el objeto de que el producto final sea útil y fiable.

Descriptiva: En esta investigación se precisa desglosar cual es el procedimiento de varios de los mecanismos legales financieros y jurídicos que envuelven una clasificación de riesgo por una agencia calificadora.

JUSTIFICACION PRÁCTICA

En esta investigación se podrán apreciar el gran aporte que hacen las firmas calificadoras de riesgo al mercado de valores de república dominicana. Los mercados de valores eficientes y de crecimiento constante llevan consigo elementos que muchas veces no pueden ser apreciados a simple vista. Así como una maquinaria tiene una serie de poleas que transportan el producto, el mercado de valores precisa de la transparencia para poder garantizar la fluidez de las operaciones. De hecho la transparencia es uno de las obligaciones por la que tiene que velar la superintendencia de valores, así lo dice la ley 19-00 que regula el mercado de valores en república dominicana en su artículo 19

Art. 19.- La Superintendencia de Valores tendrá por objeto promover, regular y fiscalizar el mercado de valores, en la forma establecida por la presente ley y su reglamento. Asimismo, velará por la *transparencia del mercado de valores* y sus operaciones a través de la difusión de toda la *información* que sea necesaria, y aplicará las sanciones administrativas y los cargos pecuniarios que le faculta la presente ley, sin perjuicio del ejercicio de las acciones legales que fueren necesarias (Dominicana, 2014) En esta investigación se pretende dejar claro por que la calificación es un actor indispensable para el mercado de valores de república dominicana.

Con este estudio se pretende destacar todo lo que gana un mercado de valores de un país como el nuestro, con una herramienta tan valiosa como son las calificadoras de riesgos.

MARCO TEORICO REFERENCIAL

“Gracias a las calificadoras de riesgo, que surgieron en el país a partir del 2004, cualquier depositante, inversionista o acreedor dominicano puede tomar una decisión más informada en torno a dónde colocar sus recursos, tomando en consideración el perfil de riesgo del receptor, y no sólo el retorno prometido.” (W, 2014)

Con esta palabra uno de los analistas financieros más destacados de la república dominicana destaca con mucha precisión el radio de alcance que tienen las calificadoras como actores en el mercado de valores de nuestro país. Destaca en este comentario que en nuestro mercado se incluye una nueva variable que le da capacidad negociadora a todos los que intervienen en el mercado de valores, y le da madurez a nuestro mercado, dicha variable es la medición de riesgo.

El riesgo es la parte que fundamenta la inversión, y es la que determina el rendimiento. Un mercado en el que este no se toque, aun está en estado insipiente, pues esto quiere decir que los rendimientos son muy bajos. En el caso de nuestro país el tema del riesgo se maneja aun de manera muy formal, pues ni se tienen la educación ni se está educando sobre el impacto que tiene el riesgo y lo importante de su medición.

A esto se le puede sumar una serie de factores financieros que por lo regular son ignorados por la mayoría de depositantes y que son los que revelan el estadio económico-financiero en que se encuentre su economía y su mercado de valores.

Llamo mucho la intención del investigador una publicación de la superintendencia de valores colombiana, la cual fue divulgada a finales de los años noventa y que se titula “*la calificación del riesgo un instrumento para el desarrollo del mercado de valores*”. (Superintendencia de Valores, 1998)

“La calificación de riesgo ofrece grandes ventajas para el desarrollo del mercado de valores, entre las que se cuentan:

- Contribuye a una mayor *transparencia* y uso de la información en el mercado de títulos de deuda.
- Se crea una cultura de riesgo en la inversión diferente a la *rentabilidad* y a la *liquidez*.
- Brinda una mayor *eficiencia* al mercado al posibilitarse fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos.
- Facilita a los inversionistas institucionales diseñar portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo.”

No pude encontrar ni creo que exista una publicación que revelaran de forma tan clara y sencilla los aportes que puedan hacer las firmas calificadoras el mercado de valores dominicanos. Esta osada afirmación tiene un lógica muy simple y radica en el estado en el que se encontraba el mercado de valores colombiano al momento de hacerse esta publicación, muy aproximado al que tenemos al día de hoy.

En las fuentes recolectadas de la información podemos ver, que si bien las firmas calificadoras son un aporte insustituible en cualquier tipo de mercado, es en estos, los pequeños, los recién nacidos donde el impacto de estas en el mercado es determinante. En países como los nuestros donde la información asimétrica es tan fuerte, una herramienta como una calificación sirve de indicación para los que quieren exceder a los diversos productos del mercado de valores.

En conclusión aunque las calificadoras destacan que su letra no es una garantía sino una opinión, para los inversionistas de países como los nuestros donde la asimetría de información es la regla, la calificadora con su opinión dan una especie de garantía informal al servicio del mercado.

MARCO TEORICO CONCEPTUAL

- **Ética en los negocios:** Norma de conducta o juicio moral que se aplican a los individuos que participan en el comercio (Gitman, 2012, p. 12)
- **Hipótesis de mercado eficiente:** teoría que describe el comportamiento de un supuesto mercado “perfecto” en el que 1. Los valores están generalmente en equilibrio, 2. los precios de los valores reflejan por completo toda la información pública disponible y reaccionan con rapidez a la nueva información y 3. Puesto que las acciones están cotizadas de manera plena y correcta los inversionistas no necesitan perder tiempo en busca de valores cotizados inadecuadamente. (Gitman, 2012, p. 260)
- **Perspectiva de calificación:** indica la dirección en la cual es posible que la calificación de riesgo se mueva en un periodo de uno o dos años. (Pedro el Khaouli, 2009, p. 19)
- **Inversionistas individuales:** Inversionista que compran cantidad relativamente pequeñas de acciones para satisfacer sus metas personales de inversión “inversionistas que compran cantidad relativamente pequeñas de acciones para satisfacer sus metas personales de inversión. (Gitman, 2012)
- **Información asimétrica:** “situación en que las partes tienen información diferente. Por ejemplo un pequeño inversionista de un inversionista individual (consultar ejemplo con el profesor)” (Berk, 2008, p. 512)

- **Balance general:** "estado financiero que representa una fotografía tomada de un momento específico (fecha) que muestra los activos de una empresa los activos de una empresa y como se financian los mismos. Fundamentos de administración financiera." (Scott Besley/Eugenie F, 2009, p. 36)
- **Calificadora de riesgo:** "Son entidades que cobran a los emisores de valores de deuda una cuota por evaluar el riesgo de incumplimiento de sus valores. Después las calificaciones se proporcionan a través de diversos medios sin ningún costo para los inversionistas." (Madura, 2010, p. 42)
- **Grado de Inversión:** Se refiere aquellas calificaciones otorgadas por una compañía calificadora de riesgo, inscrita en el registro de mercado de valores y productos, sobre los emisores y sus valores que por su estado de solvencia y relación histórica de pago, se consideran tienen buena calidad crediticia y adecuada o suficiente capacidad de pago, por lo que son consideradas para las inversiones bajo sus grados normales. (Dominicana, 2014, p. 11)
- **Calificación de riesgo:** es una *opinión* de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos. De esta manera las sociedades calificadoras de valores promueven la eficiencia y estabilidad en el mercado de valores (Gitman, 2012, p. 452)
- **Riesgo:** "en un contexto de mercado financiero la oportunidad de que un activo financiero no obtenga el rendimiento prometido. Fundamentos de administración financiera." (Scott Besley/Eugenie F, 2009, p. 182)

- **Papel comercial:** instrumento descontado que es un tipo de letra de cambio o pagare, emitido por empresas grandes y con buena situación financiera .Fundamentos de administración financiera. (Scott Besley/Eugenie F, 2009, p. 128)
- **Certificado de depósito:** depósito a plazo en un banco o en otro intermediario financiero. (Scott Besley/Eugenie F, 2009, p. 219)
- **Bono:** Obligación de deuda emitida por gobiernos o corporaciones con periodos de vencimiento a largo plazo (Madura, 2010, p. 706)
- **Estado de resultados:** presenta los resultados de las operaciones de una empresa durante un periodo específico como un trimestre o en un año y resume los ingresos generados y los gastos incurridos por la empresa durante el periodo. Fundamentos de administración financiera. Scott Besley/Eugene F. 14ª edición.pag 41 (Scott Besley/Eugenie F, 2009, p. 41)
- **Prospecto:** documento que describe una emisión de valores nuevos así como a las empresas.
- **Oferta pública:** Ventas de bonos o acciones al público en general. (Gitman, 2012, p. 31)
- **Superintendencia de valores:** Institución autónoma del Estado de la República Dominicana creada con el fin de Promover, regular y supervisar el mercado de valores doméstico, procurando un mercado concurrente, organizado, equitativo, transparente y eficiente, que propenda al desarrollo y la cohesión económica y social del país. (Dominicana, 2014)

- **Superintendencia de pensiones:** La Superintendencia de Pensiones es una entidad estatal, autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que a nombre y representación del Estado Dominicano ejerce la función de velar por el estricto cumplimiento de la ley 87-01 y sus normas complementarias, de proteger los intereses de los afiliados, de vigilar la solvencia financiera de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y de contribuir a fortalecer el sistema previsional dominicano. (Dominicana, 2014)
- **Mercado de valores:** Es un mercado en que se ponen en contacto los demandantes de capital (principalmente de las empresas) y los oferentes o excedentarios de recursos financieros (familias empresas u otras instituciones) (Michael Crouhy, 2001)
- **Alianza estratégica:** se forma de ordinario por aquellas empresas que esperan obtener sinergias de uno o de varios esfuerzos conjuntos. (Eiteman, 2011, p. 378)
- **Issuer Credit Rating:** es una opinión sobre la capacidad general del deudor para cumplir con sus obligaciones financieras. (Michael Crouhy, 2001, p. 262)
- **Transparente:** que se deja adivinar o vislumbrar sin declararse o manipularse. Claro, evidente que se comprende sin duda ni ambigüedad. (Real Academia Española, 2014, p. 2157)
- **Solvencia :** Capacidad de pagar las deudas a su vencimiento. (Carlos Alcantara, 2007, p. 597)

- **Auditoria:** estudio de evaluación de las cuentas, los métodos y los procesos de gestión en el seno de las empresas; garantiza a sus destinatarios la regularidad de la informaciones que les son transmitidas (informaciones dirigidas a accionistas, directivos, comités de empresa, bancos.) (Julia Carricajo de Caso, 2009, pág. 45)
- **Inversión:** compra de bienes de capital o servicios para producir bienes de consumo u otros bienes de capital. (Carlos Alcantara, 2007, p. 376)
- **Reglamento** colección ordenada de reglas o preceptos, que por autoridad competente, se da para la ejecución de una ley ó para el régimen de una corporación, una dependencia o un servicio. (Valletta, 2000, p. 362)
- **Garantía:** compromiso de pago de una deuda por falta de cumplimiento por parte del deudor o por la ejecución de una obligación. (Valletta, 2000, p. 205)
- **Aversión al riesgo:** Nivel de tolerancia a la volatilidad de un inversionista (dice inversor). (Carlos Alcantara, 2007, p. 86)
- **Hipotecas subprime:** las hipotecas de alto riesgo conocidas en Estados Unidos como sub prime, son un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizados para la adquisición de viviendas, y orientadas a clientes con escasa solvencia y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto del crédito. (Julia Carricajo de Caso, 2009, p. 290)

- **Instrumento de deuda:** Aceptación por escrito para reintegrar recursos financieros obtenidos en préstamos. (Cifuentes, 2007, p. 196)
- **Norma:** Precepto jurídico. Estándar autorizado. No es sinónimo de ley. (Valletta, 2000, p. 295)

MARCO ESPACIAL

Esta investigación tendrá como marco espacial la república dominicana, pues su objetivo general es el aporte que realiza un tipo de agencia (en este caso las calificadoras) al mercado de valores que opera en dicho país.

MARCO TEMPORAL

Este estudio tiene como límite temporal mayo-julio 2015, aun que destacamos que para ir a la raíz de los acontecimientos se ha indagado en documentos de años anteriores.

DISEÑO METODOLOGICO DE LA INVESTIGACION

Los objetivos que hemos formulado al inicio de esta anteproyecto serán cumplidos utilizando la siguiente metodología.

Los Métodos De investigación

Los métodos a utilizar en esta investigación serán los siguientes.

Método Descriptivo: El método descriptivo busca especificar las propiedades, las características y los perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos objetos o cualquier otro fenómeno que sea sometido a un análisis, en base a esta definición podemos afirmar que esta investigación tiene elementos de método descriptivo, Para ser más precisos podemos citar los objetivos específicos que tiene esta investigación los cuales caen en el campo de acción del el método descriptivo, esto son:

- Mostrar las variables que son analizadas por las firmas calificadoras en república dominicana.
- Describir las metodologías utilizadas por las calificadoras que operan en este país.
Determinar cuáles son las limitantes que tiene una calificación de riesgo.
- Citar los aportes que hacen las calificadoras a mercados de otros países que no se hacen en el nuestro.

Método de Análisis: En este método se inicia por la identificación de cada una de las partes que caracterizan una realidad. De esa manera se establece la relación causa-efecto entre los elementos que componen el objeto de investigación. Podemos mencionar los objetivos específicos que caen dentro del rango de acción del método de análisis. En esta investigación se definen limitantes, variables, y procedimientos en busca de esclarecer el cómo impactan las calificadoras de riesgo el mercado de valores de república Dominicana.

Meteoro Comparativo: En este método se comparan variables con diversos fines, en el caso de esta investigación quisimos ver como es el mercado de las calificadoras de riesgos en países latinoamericanos y usar su experiencia en beneficio del mercado de valores Dominicanos. que le falta a nuestro mercado? En que vamos bien? En que podemos tener inconveniente en el corto y largo plazo.

Método analítico: El objetivo general de esta investigación obliga a analizar las variables que sean consideradas de interés para poder determinar la magnitud del aporte de las calificadoras al mercado de valores de república dominicana.

Las Técnicas de investigación

Las técnicas de investigación utilizadas en este trabajo serán:

Entrevistas: Con el fin de tener información actualizada y de saber que informalidades del mercado dominicano puedan aportar a un mejor entendimiento del tema, realizamos entrevista al señor Javier Trullos, consultor de finanzas, al señor Martin Batista, quien es asesor certificado por la superintendencia de valores.

Revisión bibliográfica: Durante la realización de este monográfico fueron visitadas varias bibliotecas en busca de material que nos ayudase a entender mejor el mercado de valores de república Dominicana al igual que las legislaciones que impacta dicho mercado.

Búsqueda en Línea: En vista de que las calificadoras de riesgo tienen un impacto global y de que nuestro mercado de valores aun es pequeño, la búsqueda en línea de Journal y paginas especializadas como en el caso de Bloomberg o investopedia o instituciones reguladoras estadounidenses, la búsqueda en línea fue de mucho soporte para esta investigación.

ÍNDICE DE CONTENIDO.

DEDICATORIA.....	iv
AGRADECIMIENTO.....	iv

CAPITULO 1: HISTORIA DE LAS FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	1
--	----------

1.1 Antecedentes firmas calificadoras de riesgos.	1
1.1.1 Agencia de reporte de crédito	2
1.1.2 Prensa especializada en finanzas	3
1.1.3 Banca de Inversión.....	4
1.2 Principales firmas calificadoras a escala global.	5
1.2.1 Fitch Rating	6
1.2.2 Moody's Investors Service.....	6
1.2.3 Standard & Poor's	7
1.3 Las firmas calificadoras en los Estados Unidos.	7
1.3.1 Certificación por la NRSROs	8
1.3.2 Criterios para ser reconocidos por la NRSROs:.....	9
1.4 Las firmas calificadoras de riesgos en Latinoamérica.	10
1.4.1 Países en los que operan más de 2 firmas calificadoras.....	11
1.4.2 Países en los que operan dos firmas calificadoras.	11
1.4.3 Países en los que opera una sola firma calificadora.....	12
1.4.4 Alianzas estratégicas entre firmas calificadoras en el mercado Latinoamericano.	12
1.5 Firmas calificadoras de riesgos en República Dominicana.....	14

CAPÍTULO II. PARTES Y PROCEDIMIENTOS EN LA CALIFICACION DE RIESGO EN REPUBLICA DOMINICANA	16
--	-----------

2.1 Necesidad del mercado de una calificación de crédito.....	16
2.2 Aspectos generales del servicio de clasificación.	23
2.2.1 Aspectos generales de la Calificación al emisor o Issue Rating.	25
2.2.2 Aspectos generales de calificación de la emisión o Issue Rating. ..	26
2.2.3 Solicitud de calificación de crédito.	29
2.2.4 Calificación de crédito no solicitada. (comentar en conclusiones) ..	31
2.2.5.1 Inversionistas financieros.....	33
2.2.5.2 Intermediarios financieros.....	34

2.3 Aspectos básicos de la Evaluación Feller Rate.	35
2.5.2 Creditwatch	38
CAPITULO III: PERSPECTIVAS DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS EN EL MERCADO DE VALORES DE REPUBLICA DOMINICANA.....	56
3.2 Buena experiencia con las calificaciones.....	58
3.2.1 Marco legal favorable al crecimiento del mercado de valores.	59
3.2.2 Mas de una firma calificadora.....	59
3.3 Debilidades del mercado de valores en RD.....	60
 CONCLUSIÓN.....	 61
RECOMENDACIONES.....	65
BIBIOGRAFIA.....	67
ANEXO.....	iError! Marcador no definido.