

María Antonia Magaldi



**MATRIZ DE TRANSICIÓN
Y RIESGO CREDITICIO
EMPRESARIAL. EVIDENCIAS
EN EL MERCADO DE TÍTULOS
VALORES VENEZOLANOS
(2004-2013)**

RESUMEN

Las Matrices de transición son una herramienta útil para la determinación de la probabilidad de cambio de una Calificación en un período específico. En el presente estudio, se construyó una Matriz bajo el enfoque de tasa de riesgo, tomando como base las Calificaciones de riesgo asignadas por las tres (3) Calificadoras venezolanas más importantes, a las emisiones de deuda a largo plazo realizadas en el periodo 2004 – 2013. De los resultados obtenidos, se concluyó que la percepción del Riesgo crediticio empresarial en Venezuela, ha venido aumentando en el período analizado, habiéndose rebajado las Calificaciones otorgadas en el 39,49% de los casos.

Palabras claves: Calificación de Riesgo, Matrices de transición, Riesgo crediticio.

ABSTRACT

Transition Matrices are a useful tool for determining the change probability in a specified period. A Transition Matrix was built under hazard rate approach, based on the risk ratings assigned by the three (3) most important Venezuelan Ratings Agencies, in bonds long-term, in the period 2004 - 2013. It was concluded that the perception of credit risk corporative in Venezuela, has been increasing in the period analyzed, with 39.49 % ratings downgrades.

Keywords: Risk Rating, Transition Matrices, Credit Rating

1. Introducción

En la última década, no se han registrado situaciones de incumplimiento en el pago de los compromisos adquiridos por las empresas no financieras venezolanas en el mercado de títulos valores. Las emisiones de títulos de deuda, se han realizado tradicionalmente por empresas solventes, en su mayoría líderes en sus respectivos mercados, con un riesgo reputacional elevado, ante la posibilidad de impago de sus obligaciones.

Se pueden mencionar emisores de trayectoria en diversos sectores de la economía; en la industria manufacturera por ejemplo, el caso de Envases Venezolanos, Inversiones Selva y Telares de Palo Grande; en energía y petróleo, Suelopetrol Exploración & Producción, así como Inelectra, la principal empresa de ingeniería y construcción del país; en el sector de restaurantes y hoteles, el Hotel Tamanaco y Fiesta Casino; financiadoras como Toyota Services de Venezuela y GMAC; en agroalimentos se puede mencionar la importante participación de Provencesa; servicios inmobiliarios como Fondo de Valores Inmobiliarios; todas con un historial de Calificación de riesgo que se ha mantenido relativamente estable en el tiempo.

Ahora bien, en el recuento realizado, si bien es válido generalizar en cuanto a los casos de “cero incumplimiento”, es importante estudiar si hay evidencia de deterioro de la capacidad de pago de algunas empresas en el tiempo. En la presente investigación, se estudiará la evolución del riesgo crediticio empresarial en Venezuela durante los últimos diez años, utilizando como base una herramienta denominada “Matriz de Transición”. Para desarrollar la investigación, se trabajó con los datos de los ratings de las principales calificadoras de riesgo en el país, Softline Ratings S.A. Sociedad Calificadora de Riesgo (antes Clasificadores & Asociados S&S), Fitch Venezuela y Clave, Sociedad Calificadora de Riesgo, habiéndose elaborado una Matriz de Transición en el período 2004 – 2013, considerando básicamente instrumentos de deuda a largo plazo (Obligaciones quirografarias), que permite recoger

la opinión en más de un año del Calificador sobre la capacidad de pago del Calificado.

El presente artículo que resume los resultados, explica en primer término el objetivo de los Calificadores de Riesgo, su regulación y descripción de las Categorías asignadas en el mercado de valores venezolano. Luego, en una segunda parte, se explicará la metodología utilizada, así como los resultados obtenidos, para luego, concluir y realizar algunas recomendaciones para futuras investigaciones.

2. La Calificación de Riesgo en Venezuela

Una Agencia Calificadora de riesgo emite su opinión independiente sobre la capacidad que tiene una empresa⁹⁷ de cumplir con sus compromisos de deuda de forma oportuna. Esta opinión la otorga la Calificadora luego de recopilar, organizar, analizar la información disponible en el mercado sobre esa empresa, así como a través de los datos que la propia empresa le suministra.

De acuerdo a la norma vigente⁹⁸, la Junta Calificadora debe pronunciarse sobre su decisión a través de un dictamen de Calificación motivado, que debe contener un análisis demostrativo de las razones que sustenta la letra asignada. Este soporte es de suma relevancia para los inversionistas, que requieren conocer el riesgo de impago que están asumiendo al adquirir un título de deuda, *buscando las combinaciones de riesgo y rendimiento que maximicen su utilidad*⁹⁹. Es importante indicar que la Calificación *no implica una recomendación para comprar, vender o mantener un Título Valor, ni implica una garantía de pago del mismo*¹⁰⁰.

La Calificación de riesgo en Venezuela se inició en el año 1994, con la autorización de las primeras empresas calificadoras de riesgo. A decir de algunos de los protagonistas de este proceso, se esperaba que la apertura del mercado de capitales fuera tan amplia, que se impulsó la autorización de la mayor cantidad de calificadoras posibles.

Las primeras calificadoras de riesgo autorizadas en Venezuela fueron CLASIFICADORES & ASOCIADOS S&S (ahora SOFTLINE RATINGS, C.A.), DULF & PHELPS DE VENEZUELA (luego, FITCH VENEZUELA, S.A.) y CLAVE, C.A. Si bien, en el Registro Nacional de Valores se mantienen activas unas doce

97 Se acota el alcance del trabajo a la calificación de la deuda de empresas, sin considerar las emisiones realizadas por bancos, considerando que las metodologías de calificación de riesgo de instituciones financieras puede ser objeto de un estudio más amplio.

98 Normas Relativas a la Autorización de las Sociedad Calificadoras de Riesgo y al Registro de las mismas. Resolución N° 334-94 de fecha 21/11/1994.

99 GARAY & GONZALEZ. *Fundamentos de Finanzas con aplicaciones al mercado venezolano*. Ediciones IESA. Caracas, 2005, p. 240.

100 Según la norma vigente, las Calificadoras de riesgo deben especificar esta advertencia de manera destacada.

(12) calificadoras adicionales¹⁰¹, tales como A1A, CONAFIN, PRIME, CALIFIN, ECONORISK, etc., la actividad efectiva en el mercado se han mantenido en tres empresas, cuyas calificaciones serán las consideradas para el presente trabajo, SOFTLINE RATINGS, FITCH VENEZUELA y CLAVE.

SOFTLINE RATINGS, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, es una empresa con capital 100% nacional y es la primera sociedad calificadora de riesgo autorizada por la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Nacional de Valores), según Resolución N° 057-94 de fecha 08 de Marzo de 1994.

FITCH VENEZUELA, S.A., SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO inició sus actividades en el país en el año 1995, bajo el nombre de *Duff & Phelps* de Venezuela, Sociedad Calificadora de Riesgo S.A., cambiando su nombre a la denominación actual como resultado de la consolidación de las calificadoras *Fitch, IBCA, Duff and Phelps* y *Thompson Bank Watch* y que actualmente conforman *Fitch Ratings*, una de las calificadoras más grandes a nivel global¹⁰². Fitch Venezuela cuenta con la aprobación de la Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela para la calificación de títulos de deuda desde 1995 y para títulos de participación desde 1997. Es la única calificadora del país que cuenta con apoyo internacional.

CLAVE, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores en 1994, se trata también de una empresa con capital totalmente nacional.

2.1 Regulación de las Calificadoras de riesgo en Venezuela

Como se infiere de los párrafos anteriores, las Calificadoras venezolanas están bajo la regulación de la Superintendencia Nacional de Valores, ente que les otorga la autorización para funcionar y a quienes deben enviar la información periódica necesaria de sus cifras, hacer los pagos anuales correspondientes, así como enviar los dictámenes de Calificación de las emisiones que están en proceso de autorización.

Pero más allá de un ente que regule su funcionamiento, el principal activo de las Calificadoras de riesgo es su reputación, basado en una metodología y criterios robustos, conocidos y transparentes, así como la revisión de las mejores prácticas en sus procesos internos, siguiendo lo que se conoce como un "Código de Conducta", el cual es revisado periódicamente por la Organización Internacional de Comisiones de Seguros (IOSCO)¹⁰³. Estos

101 En el año 2009, la Superintendencia Nacional de Valores resolvió cancelar la autorización otorgada a Servifin, C.A. Sociedad Calificadora de Riesgo, otorgada en 1995. Según Informe Anual de la Superintendencia Nacional de Valores del año 2009.

102 Ver página web: <http://www.fitchvenezuela.com>

103 Consultar el Reporte *Final Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*.

principios de conducta se resumen en los siguientes aspectos: (i) Calidad e integridad del proceso de calificación y las metodologías; (ii) Independencia y manejo de los conflictos de interés; (iii) Transparencia y puntualidad en la Calificación y (iv) Manejo adecuado de la Información Confidencial.

En esa misma línea, el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea, reconociendo la importancia de las Agencias Calificadoras de Riesgo en el mercado de valores, afirman que:

(...) es esencial que la actividad realizada por estas entidades, se lleven a cabo con arreglo a los principios de integridad, transparencia, responsabilidad y de buena gobernanza a fin de que las calificaciones crediticias resultantes que se utilicen en la Comunidad sean independientes, objetivas y de adecuada calidad¹⁰⁴.

Son diversas las críticas que a nivel internacional se han realizado a las Calificadoras de riesgo, al considerarse en primer lugar, que *"no han reflejado con la suficiente prontitud en sus calificaciones el deterioro de las condiciones del mercado y, en segundo lugar, no han ajustado a tiempo sus calificaciones crediticias a la vista de la agravación de la crisis del mercado"*.

Si bien parte de los datos utilizados en el presente estudio proviene de las letras asignadas por Fitch Venezuela, empresa calificadora con respaldo internacional, es importante acotar que esta agencia asigna letras a escala nacional, las cuales no han sido objeto de consulta, crítica o polémica formal ante la Superintendencia Nacional de Valores.

Este aspecto es fundamental para la presente investigación, pues se puede inferir que las decisiones de las Calificadoras de riesgo venezolanas han sido lo suficientemente confiables para los inversionistas y por tanto, consideradas como buen predictor de la probabilidad de incumplimiento de los emisores.

2.2 Categorías de Riesgo Aplicadas en Venezuela

En el Artículo 19 de la norma vigente ya identificada, las Categorías de Riesgo que pueden asignar las Calificadoras son las siguientes:

Categoría A:

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o

OICV-IOSCO. Diciembre, 2012. En: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD398.pdf>
104 Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea. L 302. 52° año, de fecha 17 de noviembre de 2009. Edición en lengua española. En: http://www.OJ_L_2009_302_FULL_ES_TXT.pdf

área a que éste pertenece, o en la economía, sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.

Sub-Categoría A1: Se trata de instrumentos con escaso riesgo de inversión, ya que muestran una excelente capacidad de pago del capital y de los intereses, en las condiciones y los plazos pactados. A criterio del calificador, se considerará que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, incrementen el riesgo del instrumento bajo consideración.

Sub-Categoría A2: Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión, su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.

Sub-Categoría A3: Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectadas, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía.

Sub-Categoría B1: Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que éste pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.

Sub-Categoría B2: Se trata de instrumentos que, actualmente, presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tiene una adecuada capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar el riesgo.

Sub-Categoría B3: Se trata de instrumentos que presentan algún riesgo para la inversión en ellos. Tienen capacidad de pago del capital e intereses en los términos pactados, pero a juicio del calificador son susceptibles de ser afectados ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general.

Categoría C:

Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen buena capacidad de pago de capital e intereses puesto que son vulnerables ante cambios adversos en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece o en la economía, lo que podría producir retardo en el pago o pérdida de intereses.

Sub-Categoría C1: Se trata de instrumentos que presentan riesgo moderado para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, tendrían probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.

Sub-Categoría C2: Se trata de instrumentos que presentan riesgo para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, tendrían alta probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.

Sub-Categoría C3: Se trata de instrumentos con un alto riesgo de incumplimiento. Su probabilidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazo pactados, depende de una futura evolución más favorable de la sociedad emisora, del sector económico a que ésta pertenece y de la marcha de la economía en general.

Categoría D:

Corresponde a aquellos instrumentos que tienen una mínima capacidad de pago de capital e intereses con una elevada probabilidad de retardo en los pagos o pérdida de los mismos.

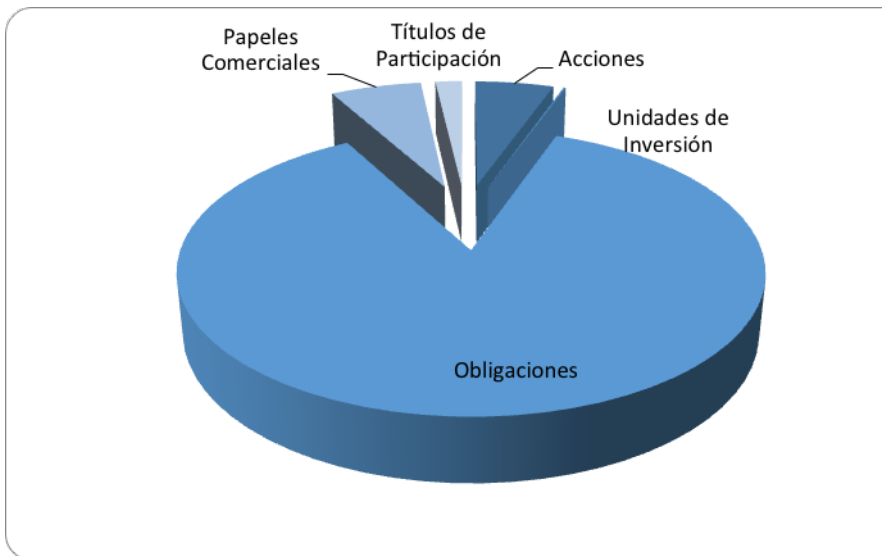
Categoría E:

Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa.

Siguiendo nuevamente la norma vigente del país, la Calificación de Riesgo es un requisito indispensable para hacer oferta pública de Títulos Valores y los emisores deben presentar al menos dos dictámenes de Calificación de Riesgo elaborados por Calificadoras de Riesgo diferentes e independientes entre sí.

Los títulos valores preferidos por las empresas que participan en el mercado de capitales venezolano en el período analizado (2004 – 2013) han sido, (i) las Obligaciones o títulos valores de largo plazo (desde dos años en adelante), -básicamente quirografarias-, que representan un 86% del total emitido en el período; (ii) los Papeles Comerciales o títulos valores de corto plazo (un mínimo de 15 días y un máximo de 360 días de duración) que representan el 6% del monto total emitido; (iii) Las Acciones comunes con el 5% del total y (iv) Títulos de participación, respaldados por un activo subyacente con un 2% (Ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Proporción de emisiones por tipos de instrumentos en el mercado de valores venezolano (2004 – 2013)

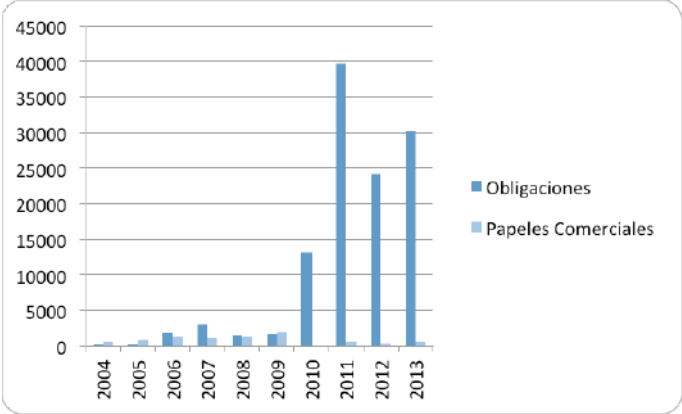


Fuente: Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL); Elaboración propia

Es importante acotar, que durante el periodo 2004 – 2005 el instrumento más popular fue el Papel Comercial, disminuyendo paulatinamente su proporción desde un 60% en 2004 a un 36% en 2009 sobre el monto total emitido, para luego reducirse totalmente en el año 2010. Fue en el 2011 que reaparecen en el mercado las emisiones de Papeles comerciales, aunque muy

por debajo de los montos emitidos en Obligaciones quirografarias, tal y como se muestra en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Evolución de las emisiones según tipo de instrumento (2004 – 2013)



Fuente: Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL); Elaboración propia

De acuerdo a la evidencia empírica, el grueso de las Calificaciones de riesgo otorgadas a las empresas emisoras venezolanas a largo plazo (considerando solo Obligaciones Quirografarias), durante el período analizado (2004-2013), se han ubicado en la Categoría "A", principalmente en "A3" (un 49%), mientras que una menor proporción se encuentra en "B", específicamente en la Categoría "B1" (un 10%) (Ver Cuadro 1).

Cuadro 1. Categorías de Riesgo a largo plazo en el mercado de valores venezolano (2004 – 2013)

	Proporción
A1	4%
A2	25%
A3	49%
B1	11%
B2	10%
B3	1%
Total	100%

Fuente: Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL); Cálculos propios

Considerando que las Calificadoras de Riesgo toman en cuenta dentro de sus metodologías de análisis, la situación del entorno en el que se desempeñan las empresas calificadas, llama la atención que el grueso de las calificaciones a largo plazo de las empresas se ubiquen en una Categoría "A3", que de acuerdo a la definición mencionada anteriormente, a juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.

Este resultado se entiende, en primer término por el argumento ya mencionado sobre la posición de liderazgo en el mercado de los emisores tradicionales, cuya percepción de riesgo es menor, y en segundo lugar, porque las Calificadoras dan su opinión basadas en el análisis de la capacidad de pago de una determinada deuda, de tal forma que por ejemplo, se evalúa la capacidad que tiene una empresa de repagar el monto de la emisión, por ejemplo, Bs. 200 millones en 3 años.

Si bien las Calificadoras de riesgo venezolanas consideran el riesgo que significa para cualquier empresa que realiza actividad económica en un país que internacionalmente está calificado en "Grado Especulativo", se califica la posibilidad de repagar una deuda en moneda local, que se considera como una deuda menos riesgosa que una deuda en moneda extranjera¹⁰⁵, dándole una menor ponderación sobre su decisión al Riesgo - País.

No deja de ser interesante, sin embargo, analizar cómo ha sido la evolución de las calificaciones asignadas en el período de análisis y si de alguna forma reflejan un deterioro en el riesgo de crédito de las empresas emisoras.

3. Matrices de transición y Riesgo de crédito empresarial

La medición del Riesgo crediticio ha sido un tema ampliamente trabajado en la literatura especializada, entendiendo la necesidad de los acreedores de Identificar, Medir y Controlar el riesgo de impago de una obligación. En ese sentido, se pueden encontrar dos tipos de metodologías: los *métodos tradicionales* en los que se busca la identificación y medición del riesgo de crédito desde el análisis de factores cualitativos, en los que se toma en cuenta el buen juicio del analista de cartera (siendo el método más conocido, las 5 "C" del Crédito, "Carácter", "Capital", "Capacidad", "Colateral" y "Ciclo"); hasta lo que se conoce como el *enfoque moderno de medición del riesgo de crédito*, en el que se utilizan estimadores del capital mínimo necesario (o

105 GRAY, MERTON & BODIE. *A New Framework for Analyzing and Managing Macrofinancial Risks of an Economy*. MF Risk Working Paper. 2003. Para la medición del Riesgo macrofinanciero de un país, se puede diferenciar una deuda "junior" o menos riesgosa o deuda interna y una, en moneda extranjera o deuda externa, que se denomina "deuda riesgosa".

capital regulatorio) que se requiere para cubrir las pérdidas no esperadas (no cubiertas por provisiones).

Las matrices de transición forman parte de esta segunda categoría mencionada. Estas matrices se comenzaron a utilizar como herramienta para medir el riesgo de crédito en 1997, con la aplicación *CreditMetrics* desarrollada por un grupo de instituciones financieras encabezadas por J.P. Morgan y que "está fundamentado en la idea que el riesgo de crédito depende de los cambios de la calificación crediticia y en la tasa de incumplimiento entre los deudores"¹⁰⁶. En ese sentido, "con la matriz de transición se puede determinar la probabilidad que una calificación cambie en un período específico"¹⁰⁷.

Loffler & Posch¹⁰⁸ nos ilustran el funcionamiento de la Matriz con un sencillo ejemplo:

Considere un sistema de rating con dos categorías de riesgo, la "A", la "B" y la Categoría de incumplimiento o *Default* "D". La Matriz de transición para este sistema de rating se representa en una tabla en la que se enlista la probabilidad que un deudor inicie en por ejemplo, la letra "A" al inicio del período y luego pueda ubicarse en las calificaciones "A", "B" o "D" al final del período. En el cuadro 2, se muestra la estructura de una Matriz de transición y su funcionamiento.

Cuadro 2. Estructura de una Matriz de Transición

	A	B	D
A	Probabilidad de permanecer en A	Probabilidad de migración desde A hacia B	Probabilidad de incumplimiento desde A
B	Probabilidad de migración desde B hacia A	Probabilidad de permanecer en B	Probabilidad de incumplimiento desde B

Fuente: Loffler & Posch (2007); Adaptación y Traducción Propia

Siguiendo nuevamente a Loffler & Posch¹⁰⁹, existen dos formas de estimación de las Matrices de transición: (i) *Enfoque cohorte*, como una técnica tradicional, en la que se estiman las probabilidades de transición considerando la Calificación inicial de la empresa y la calificación al final del período de análisis, sin tomar en cuenta la secuencia de lo sucedido a lo largo de ambas fechas; y (ii) *Enfoque tasa de riesgo (Hazard rate approach)* un poco más

106 Modelos para Estimar el Riesgo de Crédito. Capítulo 3. En: http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/laex/garcia_s_m/capitulo3.pdf , p. 56.

107 *Ob. Cit.*, p. 66.

108 LOFFLER & POSCH. *Credit risk modeling using Excel and VBA*. Wiley Finance. Inglaterra, 2007, pp. 45-59.

109 LOFFLER & POSCH. *Op. Cit.*

sofisticada, pues utiliza toda la información disponible, estimando el tiempo y la secuencia de la transición dentro del período de análisis, es decir, no solamente considera la letra inicial y final otorgada, sino lo que sucedió en el transcurso del tiempo.

3.1 Metodología y Resultados

Para el caso de estudio, se elaboró la Matriz de transición bajo el enfoque de tasa de riesgo, considerándose más completo al utilizar todos los datos disponibles, y por tanto, los cambios a lo largo del período de análisis.

La fuente de información para las categorías de riesgo, fueron aquellas publicadas por la Superintendencia Nacional de Valores en sus informes anuales.

Se simplificó el estudio, considerando solamente el sector empresarial que emitió obligaciones quirografarias en el período 2004 – 2013, con vencimientos de tres o más años.

De acuerdo a los datos recopilados, se observan seis Categorías de riesgo utilizadas a lo largo de esos años, básicamente desde la sub-Categoría "A1" hasta la sub-Categoría "B3". En ese sentido, se adaptó la Matriz de transición a esas seis Categorías.

La matriz se interpreta como sigue¹¹⁰:

- La primera columna a la izquierda la escala de calificaciones de inicio de período
- La primera fila superior contiene la misma escala de calificaciones pero representa la calificación final (es decir, la calificación con que termina la entidad el período analizado)
- La intersección de las dos anteriores, representa el porcentaje de calificaciones que se mantuvieron, aumentaron o disminuyeron en cada escala
- La diagonal de la matriz representa los porcentajes de calificaciones que mantuvieron la misma calificación
- Las celdas por debajo de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que aumentaron la calificación
- Las celdas por encima de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que disminuyeron de calificación.

De esta forma, en el Cuadro 3 se muestra la Matriz de transición para el mercado de valores venezolano en el período 2004 - 2013, cuyos resultados serían los siguientes:

110 BRC Investor Services S.A. *Matrices de transición y comportamiento del riesgo crediticio (2002 – 2006)*, Octubre 2007.

Cuadro 3. Matriz de transición Calificadoras de Riesgo venezolanas

	A1	A2	A3	B1	B2	B3	NR
A1	93,97%	4,98%	1,00%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%
A2	6,33%	77,23%	15,51%	0,87%	0,06%	0,00%	0,00%
A3	0,18%	2,21%	92,33%	4,84%	0,42%	0,02%	0,00%
B1	0,01%	0,19%	7,35%	84,80%	7,28%	0,37%	0,00%
B2	0,00%	0,01%	0,34%	3,84%	91,27%	4,55%	0,00%
B3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%
NR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

Fuente: Cálculos Propios según el Modelo Loffler & Posch (2007)

- El 93,97% de las Calificaciones A1 se mantuvieron en A1 y un 4,98% fue rebajada a A2.
- El 77,23% de las Calificaciones A2 continuaron en A2, un 6,33% aumentó la calificación a A1 y 15,51% fue reducida a A3.
- El 92,33% de las Calificaciones A3 permanecieron en la misma A3, un 2,21% recibió una mejora en A2 y un 4,84% recibió una rebaja a B1.
- El 84,80% de las Calificaciones B1 se mantuvieron en B1, un 7,35% recibió una mejora hacia A3 y un 7,28% una disminución de la letra hacia B2.
- El 91,27% de las Calificaciones B2 se mantuvieron en B2, un 3,84% recibieron una mejora a B1 y un 4,55% recibió una desmejora hacia B3.
- El 100% de las Calificaciones B3 se mantuvieron en B3.

4. Conclusiones y Recomendaciones

Desde los resultados obtenidos, se pueden hacer las siguientes inferencias sobre el Riesgo Crediticio en las empresas emisoras de títulos valores a largo plazo, entendiéndose que las mejoras en las Calificaciones significan una menor percepción de exposición al riesgo crediticio y una reducción en la letra significa una mayor exposición al riesgo crediticio:

Las Calificadoras de riesgo venezolanas durante el período 2004 – 2013 han mejorado las letras de las emisiones en títulos valores de largo plazo en un 20,45% de los casos, mientras que el 39,49% han asignado una rebaja de la Calificación.

De esta forma, si bien el 78% de las Calificaciones se encuentran ubicadas en la Categoría "A", tal y como se observó en el Cuadro 1, la probabilidad

que la Calificación cambie para reflejar un mayor riesgo crediticio (es decir, se realice un *downgrade*), en un período de 10 años, es mayor, que la probabilidad que la Calificación mejore en ese mismo período.

En definitiva, a través de la Matriz de transición de las Calificaciones de riesgo en Venezuela, asignadas por las principales Agencias Calificadoras del país, se puede concluir que la percepción del Riesgo crediticio empresarial, efectivamente ha sido mayor en esta última década.

El potencial de esta investigación es sumamente amplio. En efecto, se está trabajando en la ampliación de la Matriz de transición, que incluya las Calificaciones otorgadas a entidades bancarias en ese mismo período, situación que permitirá realizar conclusiones sobre la percepción de solvencia en el sistema financiero venezolano. Asimismo, se sugiere el cruce de estos resultados con la elaboración de una Matriz de transición que además incorpore la percepción del Riesgo país y por ende, de un análisis integral macro-financiero de los resultados obtenidos.