AAR9456

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

ESCUELA DE ECONOMÍA

ELABORACIÓN DE UNA METODOLOGÍA DE ANÁLISIS EXTERNO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO A SER APLICADA A CASAS DE BOLSA Y SOCIEDADES DE CORRETAJE DE VALORES VENEZOLANAS, PERÍODO 2008-2009

Elaborado por:

Elwill Gómez

Tutor: María Antonieta Magaldi

Victoria Paredes

Caracas, Septiembre 2010

AGRADECIMIENTOS

Quisiéramos dar un especial agradecimiento a:

A Dios, que nos acompaña y nos guía en todo momento.

A nuestra familia, por todo el amor y apoyo que nos brindan y por ser pilares fundamentales de nuestra formación.

A Mariana García y Carlos Falcón, por brindarnos su ayuda y apoyo cuando más lo necesitábamos.

A nuestros compañeros de estudio, por acompañarnos en el transcurso de la carrera.

A nuestra tutora María Antonieta Magaldi, por sus invalorables recomendaciones y por ser nuestra guía en la elaboración de este proyecto.

A la empresa SoftLine Rating, por sus importantes comentarios y aportes necesarios para la elaboración del presente estudio.

A todos, ¡Muchas Gracias!

DEDICATORIA

A mis padres, hermanas, Tata y Carlos por todo su amor.

Vity

A mi papá que siempre estará conmigo, en todo momento,

y en cualquier lugar.

Tato.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN **10**

1. CAPITULO 1 EL MERCADO DE CAPITALES Y LAS CASAS DE BOLSA VENEZOLANAS **16**

1.1 Mercado de capitales venezolano. 16

1.1.1 Definición 16

1.1.2 Marco legal 17

1.1.3 Entidades Participantes 19

1.1.3.1 Entidades Reguladoras 19

1.1.3.2 Intermediarios 19

1.1.3.3 Entidades Relacionadas. 21

1.1.4 Características del Mercado de Capitales Venezolano 22

1.2 Casas de bolsa y sociedades de corretaje 25

1.2.1 Hechos relevantes 25

1.2.2 Definición 26

1.2.3 Productos y Servicios ofrecidos por las Casas de Bolsa venezolanas 31

1.2.3.1 Corretaje de títulos valores 31

1.2.3.2 Reportos 31

1.2.3.3 Activos Financieros Directos 32

1.2.3.4 Activos y Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores 33

1.2.4 Análisis de estados financieros de Casas de Bolsa. 37

1.2.4.1 Los Estados Financieros 37

1.2.4.2 Principales partidas de los Estados Financieros de las Casas de Bolsa 39

1.2.4.2.1 Principales cuentas del Balance General 39

1.2.4.2.2 Principales cuentas del Estado de Resultados 44

2. CAPITULO 2 EL RIESGO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS 46

2.1 Tipos de riesgo asociados a entidades financieras. 46

2.1.1 Tipos de riesgos asociados a las actividades bancarias 47

2.1.1.1 Riesgo de Mercado 48

2.1.1.2 Riesgo de tasas de interés 49

2.1.1.3 Riesgo de tipo de cambio 49

2.1.1.4 Riesgo de precio de tasa de inflación 50

2.1.1.5 Riesgo de precio o cotización de Títulos Valores 50

2.1.1.6 Riesgo de crédito 51

2.1.1.6.1 Riesgo de contrapartida 51

2.1.1.6.2 Riesgo emisor 51

2.1.1.6.3 Riesgo país 52

2.1.1.7 Riesgo de Liquidez 53

2.1.1.8 Riesgo operativo y legal 53

2.1.2 Contraste entre riesgos asociados a actividades bancarias y actividades de Corretaje de Valores 54

2.2 Metodologías de medición de riesgo 56

2.2.1 Sistemas de Rating para instituciones financieras 57

2.2.1.1 Sistema CAMEL 57

2.2.1.2 Sistema MACRO 61

2.2.1.3 Sistema BEPOEC 62

2.2.1.4 Sistema ROCA 63

2.2.2 Sistemas de análisis de indicadores financieros considerando el segmento del mercado en el cual se ubican las entidades financieras. 64

2.2.3 Sistema de evaluación y análisis de riesgo bancario 65

2.2.4 Modelos Estadísticos 66

2.3 Criterios de análisis de riesgo de algunas calificadoras de riesgo en Venezuela 67

2.3.1 Softline Ratings 68

2.3.2 Fitch Ratings 71

3. CAPITULO 3. MARCO METODOLÓGICO 77

3.1 Construcción del modelo de calificación 77

3.1.1 Selección de indicadores a ser utilizados. 78

3.1.1.1 Indicadores financieros 79

3.1.1.2 Indicadores de competitividad 87

3.1.2 Asignación de ponderaciones 87

3.1.3 Asignación de puntuaciones 92

3.1.4 Sistema de valoraciones 97

3.1.5 Obtención de calificación según su riesgo 99

4. CAPITULO 4. APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA PROPUESTA 102

4.1 Selección de la muestra 103

4.2 Implementación del método. 103

4.3 Análisis de Resultados 112

CONCLUSIONES 116

RECOMENDACIONES 118

BIBLIOGRAFÍA 120

ANEXOS 123

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Actividades que pueden realizar las Casas de Bolsa según su rango patrimonial 18

Tabla 2. Ponderaciones de cada criterio del CAMEL y sus indicadores 91

Tabla 3. Ponderaciones de Indicadores de Competitividad. 92

Tabla 4.Criterios de calificación del modelo CAMEL 95

Tabla 5. Descripción de puntuación CAMEL 96

Tabla 6. Conversión de puntuación final a rating 99

Tabla 7- Media y Desviación típica 104

Tabla 8. Rangos establecidos para el sistema de puntuaciones (Mayor resultado, mayor puntuación) 106

Tabla 9. Rangos establecidos para el sistema de puntuaciones (Mayor resultado, mayor puntuación) 107

Tabla 10. Puntuaciones otorgadas a Bencorp Casa de Bolsa 108

Tabla 11 Conversión puntuación final a Rating 111

Tabla 12.Calificaciones otorgadas por las principales calificadoras de riesgo114

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Instrumentos del mercado de capitales 23

Gráfico 2. Tasas de interés 24

Grafico 3. Distribución normal 93

Gráfico 4. Sistema de puntuaciones. (Mayor-mejor) 94

Gráfico 5 Sistema de puntuaciones. (Menor-mejor) 95

ÍNDICE DE ESQUEMAS

Esquema 1. Sistema de valoración. 98

Esquema 2. Sistema de valoración, Bencorp Casa de Bolsa 110

INTRODUCCIÓN

Los sistemas financieros mundiales han estado sufriendo profundas transformaciones en los últimos años, debido al impacto de un conjunto de factores asociados a la globalización, las innovaciones tecnológicas y financieras, así como la búsqueda por parte de los inversionistas de oportunidades de negocios más rentables, aun cuando las mismas signifiquen a su vez, el asumir mayores riesgos. Según señala Rodríguez (2007) este tipo de factores ha hecho que los inversionistas tengan más alternativas para la toma de decisiones acerca de dónde invertir el dinero excedente.

El mercado de capitales venezolano no se ha escapado de estas transformaciones, las cuales iniciaron hace varios años de la mano de cambios en las reglas en el mercado cambiario, así como la necesidad de desarrollar nuevos canales de financiamiento para el sector público y privado. Como muestra de esta situación, se puede mencionar el incremento observado en las operaciones realizadas por los intermediarios del sistema, como lo son las Casas de Bolsa, cuyo Activo Total aumentó en 30% aproximadamente entre los años 2008 y 2009[1].

[1]Fuente: Sistema Automatizado de Información Financiera (SAIF). Herramienta de análisis para la evaluación de instituciones financieras. Softline Consultores (2010).

Bajo tales circunstancias, surge la necesidad de comprender el funcionamiento y resultados obtenidos por las entidades que actúan como intermediarias en el sistema de capitales venezolano, es decir, las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores[2], que además utilizan las emisiones de títulos valores como fuente de financiamiento y actúan como agentes de colocación de fondos de otras empresas[3]. Así mismo, estas instituciones resultan muy competitivas en el mercado financiero venezolano, dado a sus ventajas en garantías de préstamo y en tasas de interés que ofrecen a través de sus productos.

Dada la importancia que han venido tomando estas instituciones dentro del mercado financiero venezolano, surge la necesidad de establecer mejores y más avanzados métodos de evaluación financiera, con el fin de mejorar la información ofrecida al inversionista para la toma de decisiones al momento de colocar su capital.

El poder medir la exposición al riesgo a instituciones financieras es muy importante para la estabilidad económica de cualquier país, y para ello, existen metodologías de calificación de riesgo estándar usadas por los organismos

---

[2] En fecha 17 de Agosto de 2010, las Casas de Bolsa fueron eliminadas del sistema del mercado de capitales venezolano, por la nueva Ley del Mercado de Valores, y son sustituídas por los Operadores de Valores Autorizados. Por lo tanto, en vista que el período en estudio abarca los años 2008 y 2009, el marco legal del presente proyecto se regirá por la legislación vigente a tal fecha.

[3] En efecto, las emisiones de títulos de deuda realizadas por las Casas de bolsa se incrementaron en 287% en el 2009 con respecto al 2007; y la actuación de las Casas de Bolsa como colocadores a mayores esfuerzos de emisiones privados, fue una línea de negocio ampliamente desarrollada.

reguladores, que permiten hacer seguimientos a estas instituciones con el objeto de velar por el buen funcionamiento de las mismas.

En el sector bancario, el avance en metodologías que permitan hacer mediciones y evaluaciones de riesgo es muy avanzado. Los organismos reguladores han diseñado diferentes metodologías de análisis de riesgo que permiten de una manera eficiente cumplir con sus objetivos de velar por la estabilidad de los sistemas financieros. Igualmente, existen sistemas de rating para instituciones financieras, los cuales permiten hacer un análisis comparativo entre diferentes entidades bancarias en un momento dado.

Sin embargo, hasta el momento no existe un método estándar que permita evaluar la exposición al riesgo de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje venezolanas, que facilite un análisis comparativo entre ellas, a través de la elaboración de un sistema de rating que mejore el sistema de información en el mercado de capitales.

En este sentido, el objeto de esta investigación es elaborar una metodología estándar de calificación de riesgo que permita realizar un análisis comparativo entre las diferentes Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, partiendo de una metodología bancaria. Para ello se busca una metodología enfocada desde una perspectiva de análisis externa, utilizando como herramienta la información pública disponible.

Según lo expresado anteriormente, se plantea la hipótesis de que una metodología establecida para el análisis de riesgo a instituciones bancarias es adaptable a Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, y que a su vez permita hacer un análisis comparativo y eficiente entre cada una de ellas.

Para llevar a cabo tal adaptación se realizará un profundo análisis a este tipo de instituciones, abarcando desde la descripción del mercado de capitales venezolano y su importancia en la economía general, hasta el análisis de los estados financieros. Posteriormente, se estudiarán las metodologías existentes de medición de riesgo bancario, y se evaluarán la que mejor se adapte al negocio de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje.

La disponibilidad de una metodología que permita evaluar de una manera estándar el riesgo al que están expuestas estas instituciones, permitirá que el mercado sea más eficiente por cuanto ofrecerá al inversionista una herramienta que ayude a definir una estrategia adecuada de inversión, al igual que permitirá a los organismos reguladores tener una herramienta adicional de seguimiento a estas instituciones y al mercado financiero venezolano en general.

Como punto de partida para la evaluación del riesgo de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje, se evaluarán los distintos aspectos tomados en cuenta en la actualidad por distintas Agencias Calificadoras de Riesgo venezolanas, que hayan realizado calificaciones a este tipo de instituciones;

para ello se contó con una serie de documentos y entrevistas otorgadas por estas empresas

Para la realización del presente estudio, se tomó en cuenta la información disponible para los años 2008 y 2009 ya que durante este periodo entró en vigencia un nuevo Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas el cual contiene la descripción de la estructura contable sobre el cual se rigen estas instituciones. Además, para el primer semestre del año 2010 se llevaron a cabo distintas transformaciones en algunas normativas, las cuales trajeron como consecuencia cambios estructurales en las operaciones de dichas instituciones. Por último se selecciona una muestra de Casas de Bolsa con el fin evaluar la posible implementación del método propuesto.

El trabajo se encuentra dividido en cuatro capítulos; en el primero de ellos, se realiza una breve descripción del mercado de capitales venezolano y su estructura; adicionalmente, se hace un análisis de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje, las cuales son el objeto de estudio del presente trabajo. En el segundo capítulo se establecen los conceptos, teorías y criterios para el análisis de riesgo financiero. En el tercer capítulo se presenta la aproximación metodológica utilizada en la investigación, detallando la implementación de una metodología de análisis de riesgo bancario al sistema de Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores venezolanas. En cuarto lugar, se implementa la metodología propuesta, y se analizan los

resultados obtenidos. Por último, se ofrecen las conclusiones y recomendaciones relevantes derivadas del estudio.

CAPÍTULO I. EL MERCADO DE CAPITALES Y LAS CASAS DE BOLSA VENEZOLANAS

1.1 Mercado de capitales venezolano

1.1.1 Definición

Como cualquier otro mercado financiero, el mercado de capitales actúa como un canalizador del ahorro, con el objeto de ofrecer un rendimiento a los agentes económicos con fondos excedentarios, utilizando como instrumentos primordial títulos valores emitidos por empresas públicas y privadas.

Una definición más completa del mercado de capitales venezolano es la ofrecida por el Profesor Rodríguez (2007) el cual dice que "*es el lugar donde concurren las personas que tienen ahorros disponibles para invertir (inversionistas) quienes, por intermedio de las personas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores (intermediarios del mercado), adquieren títulos valores emitidos por empresas e instituciones privadas con necesidades financieras (entes emisores, cuyas ofertas han sido previamente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores).*"

1.1.2 Marco legal

El Mercado de Capitales venezolano se rige mediante la Ley del Mercado de Capitales, la cual fue decretada por el Congreso de la República (ahora Asamblea Nacional), el 22 de Octubre de 1998[4]. Esta ley establece los lineamientos generales mediante los cuales se rige este mercado, y esta complementada por Reglamentos, Normas, Instructivos legales y otras disposiciones legales. Entre las disposiciones fundamentales, la Ley de Mercado de Capitales establece en su Artículo 1° lo siguiente:

"Artículo1°. *Esta ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.*
Se exceptúa del ámbito de ampliación de esta Ley los títulos de Deuda Pública y los de Crédito, emitidos conforme a la Ley del Banco Central de Venezuela, la Ley General de Bancos y otras instituciones Financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo".

En Venezuela, los principales intermediarios de este mercado son las Sociedades de Corretaje de Valores y las Casas de Bolsa, y sus operaciones están regidas bajo normas dictadas por la Comisión Nacional de Valores; entre las principales tenemos las Normas Sobre Actividades de Intermediación de

[4] Esta ley fue sustituida por la Ley del Mercado de Valores según Gaceta Oficial Nro. 39.489 de fecha 17 de Agosto de 2010.

Corretaje y Bolsa, las cuales establecen las limitaciones del tipo de actividades que pueden realizar estas instituciones, según sus índices patrimoniales.

Estas normas establecen cuatro rangos patrimoniales los cuales determinan las actividades que puedan realizar las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje, los cuales se resumen en el siguiente Tabla:

Tabla 1. Actividades que pueden realizar las Casas de Bolsa según su rango patrimonial

	Capital Social Pagado	Patrimonio Líquido	Patrimonio y Garantías de Riesgo Primario (Nivel 1)
Actividades de Intermediación, Corretaje en Sentido Estricto y por Cuenta Propia Limitada	200.000Bs.		Entre 700.000Bs. y 1.500.000 Bs.
Actividades de Intermediación, Corretaje por Cuenta Propia Ampliada.	500.000Bs.		Entre 1.500.001Bs. y 3.500.000Bs.
Actividades Globales de Intermediación, Corretaje y por Cuenta Propia.	500.000 Bs.	1.500.000Bs.	Entre 3.500.001Bs. y 7.500.000Bs.
Actividades Universales de Intermediación, Corretaje y por Cuenta Propia.	500.000 Bs.	3.000.000Bs.	Mínimo 7.500.001Bs.

Fuente: Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa. Artículos 92, 93, 94 y 95

1.1.3 Entidades participantes

En este mercado participan diferentes instituciones, las cuales están clasificadas a su vez, por el papel que juegan dentro del mismo. A continuación se describen las instituciones más importantes que le dan vida al mercado de capitales venezolano.

1.1.3.1 Entidades reguladoras

Ministerio de Planificación y Finanzas: Despacho del Poder Ejecutivo Central encargado de la dirección de las finanzas públicas y de la formulación de políticas económicas y presupuestarias.

Comisión Nacional de Valores: Según el artículo 2 de la Ley del Mercado de Capitales, *"La Comisión Nacional de Valores es el organismo público adscrito al Ministerio de Planificación y Finanzas, encargado de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales; tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional..."*

1.1.3.2 Intermediarios

Bolsa de Valores de Caracas: "*Fundada el 21 de enero de 1947 bajo el nombre Bolsa de Comercio de Caracas y pasa a denominarse como Bolsa de Valores de Caracas C.A. el 6 de mayo de 1976. Tiene como objeto principal facilitar la negociación de títulos valores autorizados por los organismos*

competentes y que actúan bajo la vigilancia de la Comisión Nacional de Valores" [5].

Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela, BOLPRIAVEN C.A.: *"tiene como objetivo principal contribuir al desarrollo y modernización de la comercialización agrícola del país, mejorar la competitividad en un mercado globalizado y ampliar mercados en el ámbito nacional e internacional, a través de una organización abierta en la cual se concentrarán la oferta y la demanda, para lograr la formación transparente de precios, garantizar las transacciones que se realicen por su intermedio, así como la generación de información referencial veraz y al día"*[6]

Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores: Su papel fundamental se basa realizar operaciones de corretaje de acciones, bonos y otros, por cuenta propia o de terceros. Deben estar dirigidas por un corredor público de títulos valores.

Corredores públicos de títulos valores: Son personas naturales o jurídicas que realizan operaciones de corretaje con acciones, bonos y otros títulos valores, dentro o fuera de la bolsa, con previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

---

[5] Comisión Nacional de Valores. (2007) http://www.cnv.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=b

[6] Bolpriaven (2004). http://www.bolpriaven.com/website/Cafe.asp?id=1037&p=1058&g=0

Administración de Fondos Mutuales: Tienen por objeto la inversión en títulos valores como arreglo al principio de distribución de riesgo, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero[7].

1.1.3.3 Entidades relacionadas

Caja Venezolana de Valores: Sistema de compensación y liquidación de valores que provee simultáneamente un intercambio de valores y efectivo en la fecha de liquidación que se acuerde. Esta entidad facilita la rápida transferencia de fondos y de valores depositados por las personas naturales o jurídicas que participan activamente en el mercado de valores, otorgándole a éstas la consiguiente seguridad jurídica en la ejecución de las operaciones pactadas, a la vez que permite la inmovilización física de dichos valores, minimizando los riesgos por robo, extravío, falsificación, entre otros[8].

Empresas Emisoras: Empresas que emiten y ponen en circulación títulos valores, tales como acciones, obligaciones y otros documentos para captar fondos del mercado; requieren de la previa autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores.

---

[7] Bolsa de Valores de Caracas.(2010). http://www.caracasstock.com/esp/mercado/entidades.jsp

[8] Comisión Nacional de Valores. (2007). http://www.cnv.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=b

Agencias Calificadoras de Riesgo: Son las encargadas de establecer los niveles de riesgo de los diversos instrumentos que se negocian en el Mercado de Capitales.

1.1.4 Características del mercado de capitales venezolano

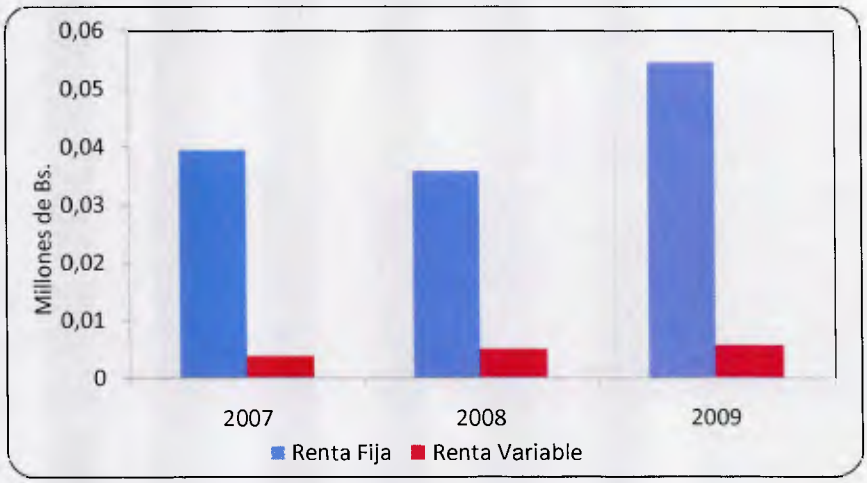
Este mercado ha tomado cada vez más importancia dentro de la economía venezolana debido a una serie de factores, entre las que destacan el aumento por parte del gobierno de emisiones de deuda pública nacional y la posibilidad de comercializar estos títulos valores en mercados internacionales, al igual que las ventajas que ofrecen los diferentes instrumentos en cuanto a tasas de interés y garantías.

Como muestra de esta importancia, el crecimiento de los títulos valores negociados en este mercado fue de 48,53% en el 2009 con respecto al 2006, reflejando un monto total de 60.205 millones de bolívares al cierre de 2009[9]. Este crecimiento estuvo influenciado en su mayoría por el aumento de la Deuda Pública Nacional (DPN), lo que quiere decir que el estado es el principal agente que utiliza el mercado de capitales como fuente de financiamiento, destacando la importancia que tiene este mercado dentro del manejo de las finanzas de la nación.

[9] Comisión Nacional de Valores . (2009). Informe Anual 2008 y 2009. Caracas.

Los instrumentos de renta fija son los que toman más importancia dentro de este mercado, con un porcentaje de 90,57% dentro del total negociado[10]. Esto se debe, a varios factores, entre ellos el ya mencionado elevado nivel de DPN. Sumado a esto, las empresas más importantes las cuales poseían altos niveles de renta variable en el mercado, fueron sometidas a nacionalizaciones, lo que contribuyó a la merma significativa de este tipo de títulos en el mercado de capitales venezolano. En la Gráfico 1 se muestra el comportamiento durante los tres últimos años de esta diferencia.

Gráfico 1. Instrumentos del mercado de capitales



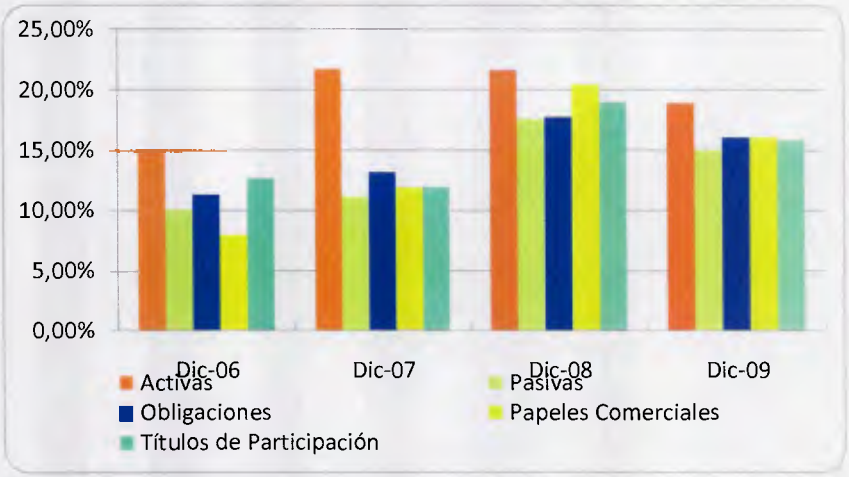
Fuente: Comisión Nacional de Valores.

Entre las ventajas que ofrece el mercado de capitales venezolano frente al mercado bancario, se encuentran las mejores tasas de interés que éste ofrece, haciéndolo más atractivo para los inversionistas en cuanto a la rentabilidad se

[10] Comisión Nacional de Valores . (2009). Informe Anual 2009. Caracas.

refiere. En el Gráfico 2 se muestra las diferentes tasas de interés que ofrecen los distintos instrumentos del mercado de capitales venezolano y su comparación con el ofrecido por los bancos del país.

Gráfico 2. Tasas de interés



Fuente: Comisión Nacional de Valores.

Como se evidencia en el gráfico anterior, la tasa que ofrecen los bancos en promedio, resultan menores que la que ofrecen los distintos instrumentos del mercado de capitales venezolano, a excepción del año 2006.

Igualmente, los financiamientos ofrecidos a través de la emisión de títulos valores resultan más atractivos que los créditos bancarios en lo que a tasas de interés se refiere.

El mercado financiero es el sector económico que más ha participado en la emisión de títulos valores en los últimos 3 años, y específicamente las Casas de Bolsas y Sociedades de Corretaje tienen una importante participación en lo

que se refiere a Obligaciones, con un aumento de 287% en el 2009 con respecto al 2007[11].

A partir del año 2007, las emisiones de títulos valores por parte de las Casas de Bolsas y Sociedades de Corretaje, se hicieron más comunes, no sólo por el número de emisiones sino también por los altos montos emitidos. Esta situación condujo a que las Agencias Calificadoras de Riesgo se especializaran aún más en el análisis de este tipo de negocio con el propósito de hacer una evaluación de mayor calidad.

1.2 Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores

1.2.1 Hechos relevantes

Para la fecha 17 de agosto de 2010, fue derogada la Ley del Mercado de Capitales la cual fue sustituida por la Ley del Mercado de Valores, en donde se eliminaron las denominaciones de Corredores Públicos de Valores, Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, y tanto las personas naturales como jurídicas, que realicen esas actividades, se denominarán Operadores de Valores Autorizados.

Anterior a esta fecha, el 29 de enero del mismo año, en Gaceta Oficial Nro. 39.357, se lleva a cabo una última reforma a las Normas sobre Actividades de

[11] Comisión Nacional de Valores. (2009). Informe Anual 2007,2008 y 2009. Caracas.

Intermediación de Corretaje y Bolsa, en donde se eliminan las operaciones de mutuos tanto activos como pasivos[12]. Igualmente, el nivel de endeudamiento o apalancamiento financiero que están en capacidad de asumir las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, no podrá exceder de dos (2) veces la relación entre los pasivos financieros directos y el patrimonio contable[13].

Sin embargo, el marco legal, sobre el cual se rige el presente estudio, será el vigente a diciembre de 2009, en donde estas reformas aún no se habían llevado a cabo.

1.2.2 Definición

Las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores son instituciones encargadas de intermediar entre los inversionistas y los valores negociados en el mercado de capitales venezolano. En la página web de la Comisión Nacional de Valores, definen a las Casas de Bolsa como: *"Sociedad o casa de corretaje autorizada por la Comisión Nacional de Valores para realizar todas aquellas actividades de intermediación de títulos valores y actividades conexas. Cuando una sociedad de corretaje es admitida en una bolsa de valores puede emplear la denominación Casa de Bolsa"*[14].

---

[12] Para una mejor explicación de este tipo de operaciones, véase punto 1.2.3, del presente trabajo.

[13] Anteriormente, esta relación no podía exceder de ocho (8) veces el tamaño del patrimonio contable.

[14] Comisión Nacional de Valores. (2007). http://www.cnv.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=c

En el artículo 79 de la Ley del Mercado de Capitales se establecen otras actividades que pueden realizar las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, además de realizar las actividades de intermediación que le son propias:

1.- Garantizar total o parcialmente la colocación de emisiones de valores, tanto de colocaciones primarias como de redistribuciones masivas de valores ya emitidos.

2.- Operar o manejar fondos de liquidez de valores en calidad de especialistas.

3.- Actuar por cuenta propia en forma de especialistas o como sustentadores o estabilizadores en el mercado secundario.

4.- Realizar operaciones de reporto, ya sea como reportadores o reportados, en virtud de las cuales el reportado, por una suma de dinero convenida, transfiere la propiedad de los valores de oferta pública al reportador, quien se obliga a transferir al reportado en un lapso igualmente convenido, la propiedad de otros valores de la misma especie o bien de los mismos, contra devolución del precio pagado, más un premio.

El reporto debe celebrarse por escrito y se perfecciona con la entrega de los valores, cuando se trate de acciones, con el asiento en el libro de accionistas de la transferencia de dichos valores.

5.- Financiar sus operaciones a través de la emisión de valores conforme a lo previsto en esta Ley.

6.- Emitir participaciones sobre valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente, con sujeción a las normas que al efecto dicte la Comisión Nacional de Valores. Los que respalden tales participaciones, deberán permanecer en custodia de un agente debidamente autorizado.

7.- Las demás actividades que la Comisión Nacional de Valores autorice en las normas que dicte al efecto.

Lo que diferencia a las Casas de Bolsas y las Sociedades de Corretaje de Valores, es que estas primeras tienen participación en la Bolsa de Valores de Caracas, es decir, son las que pueden intermediar entre inversionistas y títulos valores que se cotizan en esta bolsa. Por lo general, el patrimonio de las Casas de Bolsa es mucho más grande que el de las Sociedades de Corretaje de Valores.

Para el caso venezolano, se podría decir que las actividades y funciones de las Casas de Bolsa, se han venido adaptando en los últimos años a las modificaciones de las normas que las rigen de manera directa. Entre estas, se encuentran las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa, del año 2000, que sustituyeron a las antiguas Normas sobre Actividades de Intermediación de las Sociedades de Corretaje y de las Casas de Bolsa, así como por la implementación de políticas gubernamentales, como el caso del control cambiario.

En efecto, hasta la entrada en vigencia de las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa, las Casas de Bolsa se dedicaban a la compra y venta de títulos valores por cuenta propia y de terceros. De esta forma, sus ingresos provenían de las comisiones de corretaje y de la apreciación de los instrumentos mantenidos en su cartera de inversiones, así como de los honorarios percibidos por la administración de recursos del público (bien sean títulos o dinero), a través de una figura denominada "Cartera administrada". Cabe destacar, que por su posición en el sistema financiero, las Casas de bolsa no pueden participar en el proceso de creación de dinero y, a diferencia de la banca, no pueden captar dinero; mientras que la figura de "Cartera administrada" se asimila a la actividad fiduciaria de la banca y empresas de seguro.

Con la reforma de las mencionadas normas, se les autorizó a las Casas de Bolsa la intermediación para el financiamiento, propio y de terceros, de un portafolio de inversión en títulos valores emitidos de conformidad a la Ley de Mercado de Capitales, Ley de Bancos y Otras Instituciones Financieras y Ley de Crédito Público, entre otras, del mercado local y sus similares en los mercados internacionales.

Dados estos cambios, la estructura del balance y del estado de ganancias y pérdidas de una Casa de Bolsa fueron adaptados a un nuevo Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas, cuyo principal modificación se refiere al manejo de cuentas reales, propias de las actividades de financiamiento que pueden realizar, al tomar posiciones en títulos valores cuyos precios deben ser ajustados diariamente al cierre del mercado. En tal sentido, el patrimonio debe absorber las variaciones del portafolio, y de allí la exigencia de niveles patrimoniales mínimos.

Como se menciona en el apartado 1.4.1, el Mercado de Capitales venezolano está compuesto en su mayoría por títulos de deuda de renta fija, con un alto porcentaje de Deuda Pública Nacional, por lo tanto la composición de activos de las Casas de Bolsa son principalmente papeles de deuda soberana, al igual que los productos financieros que estas ofrecen.

1.2.3 Productos y Servicios ofrecidos por las Casas de Bolsa venezolanas

A continuación se presenta un detalle de los distintos productos y servicios que ofrecen las Casas de Bolsa, bajo las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa.

1.2.3.1 Corretaje de Títulos Valores

Es la principal actividad de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, y consiste en la compra y venta, por cuenta propia o de terceros de títulos valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores. Los ingresos que recibe a cambio por la actividad de corretaje de valores son por comisiones derivadas de estas operaciones.

1.2.3.2 Reportos

En el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas emitido por la Comisión Nacional de Valores, definen las operaciones de reporto como *"Las Sociedades de Corretaje y las Casas de Bolsa, podrán efectuar operaciones de reporto, ya como reportadores o como reportados, en la cual el reportado, por una suma de dinero convenida, transfiere la propiedad de títulos de crédito o valores al reportador, quien se obliga a transferir al reportado en un lapso igualmente*

convenido, la propiedad de otros títulos de la misma especie, contra devolución del precio pagado, más un premio"[15]

Una Casa de Bolsa puede actuar como reportadora cuando compra un título a valor de mercado incluidos los intereses acumulados, con el compromiso de revender el título en el futuro al vendedor original. Igualmente, una Casa de Bolsa puede actuar como reportada cuando vende un título a valor de mercado, incluidos los intereses acumulados con el compromiso de recomprar el título en el futuro al comprador original.

1.2.3.3 Activos Financieros Directos

Las Casas de Bolsa pueden tener entre sus Activos Financieros Directos, sólo activos que no incurran en riesgo de crédito directo[16], por lo tanto en esta sección se toman en cuenta como Activos Financieros Directos a:

- Pagarés con garantía bancaria; y
- Préstamos o financiamientos de margen.

Los préstamos o financiamientos de margen es la manera más común de financiamiento por parte de las Casas de Bolsa hacia sus clientes, y consiste

[15] Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas. Capítulo III, Políticas contables y definiciones de cuentas
[16] De esto se hablará en detalle en el Capítulo 2.

en un préstamo de dinero con respaldo de títulos valores, basado en un porcentaje o margen de capital que el cliente aporta a la transacción.

Una vez la Casa de Bolsa otorgue un financiamiento de margen a un cliente, ésta tendrá la potestad de poder liquidar la cartera de títulos que respalda el financiamiento, si no se cumple con el mínimo de capital requerido según el margen establecido.

Este servicio de financiamiento es el más parecido a los créditos otorgados por la banca, a excepción que los intermediarios del mercado de capitales no pueden incurrir en actividades que impliquen el asumir el riesgo de crédito directo. En estas operaciones, los clientes de las Casas de Bolsa tienen una manera de obtener liquidez con un respaldo de sus cartera de títulos valores administrada por su respectiva Casa de Bolsa.

1.2.3.4 Activos y Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores

Según la definición del Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas los Activos Financieros Indexados a Títulos Valores constituyen préstamos de títulos valores para la sociedad; mientras que los Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores internacionalmente conocidos como ventas en corto o short

sales[17], es la transacción simétrica de los activos financieros indexados a títulos valores.

Más adelante, en el misma sección del Plan de Cuentas señala lo siguiente: *"El préstamo de títulos valores constituye un "mutuo o préstamo de consumo", cuya definición está prevista en el artículo 1.745 del Código Civil Venezolano (CCV), que señala: El mutuo es un contrato por el cual una de las partes entrega a otra cierta cantidad de cosas, con cargo de restituir otras tantas de la misma especie y calidad."*

Por lo tanto, un Activo Financiero Indexado a Títulos Valores es un contrato de mutuo en donde la Casa de Bolsa presta a sus clientes, una determinada cantidad de Títulos Valores por un plazo determinado, comprometiéndose el Cliente a devolver en el lapso acordado la misma cantidad de títulos valores que sean del mismo emisor, clase, serie y valor nominal o el valor de mercado en efectivo; a este monto se le suma los intereses o contraprestación por el préstamo de los títulos más cualquier cantidad que hubiese pagado el emisor de los títulos valores por concepto de intereses devengados, o dividendos, o similares.

[17] Las ventas en corto son un mecanismo que funciona como préstamo de títulos valores a un tercero, con el compromiso de recompra en un período determinado, ganando (o perdiendo), las diferencias de precios entre ambas fechas. El objetivo es vender los títulos a un precio, y cuando caen comprarlos más barato.

Los Pasivos Indexados a Títulos Valores para una Casa de Bolsa, representa un préstamo recibido de títulos valores por un plazo determinado, comprometiéndose la Casa de Bolsa a devolver al vencimiento del contrato los mismos pagos que reciben cuando realiza un préstamo de títulos valores bajo la figura de mutuo.

Cuando la Casa de Bolsa recibe en préstamo un título valor en calidad de mutuo ésta, durante la vigencia del contrato podrá disponer de estos títulos, lo que significa que los podrá vender, prestar o reservar hasta antes de vencerse el contrato. Por lo tanto, esta operación si no es manejada con limitaciones puede conllevar a peligros financieros para la Casa de Bolsa, es por ello que el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas establece lo siguiente: "*Las sociedades de corretaje deberán presentar antes de realizar la primera operación de Pasivos financieros indexados a títulos valores (ventas en corto – short sales) y/o de Activos financieros indexados a títulos valores un manual de producto sobre los Pasivos financieros indexado a títulos valores (ventas en corto – short sales) y los Activos financieros indexados a títulos valores, ante la Comisión Nacional de Valores de acuerdo a lo dispuesto en las "Normas sobre las Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa". Adicionalmente, el manual debe especificar y detallar los procesos administrativos, contables y de control de riesgo que la sociedad de corretaje lleva a cabo para conducir su actividad dentro de parámetros aceptables*".

En enero del 2010, con una reforma a las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa, se eliminaron estas operaciones y, se estableció un plazo máximo de 90 días para el cumplimiento de la misma.

Por lo general, las operaciones asociadas con mutuos son más comunes dentro del mercado de Casas de Bolsa venezolanas con operaciones simultáneas, lo que definían las llamadas "Operaciones Estructuradas"[18].

Estas operaciones consisten en una manera en que una Casa de Bolsa logra obtener o proveer liquidez efectuando simultáneamente una serie de transacciones o pactos unitarios simples. A saber, una venta o compra a precio de mercado de un título valor; una compra o venta a plazo (Foward) del mismo título valor y; un préstamo o mutuo pasivo o activo para realizar la cobertura del contrato de compra o venta a plazo.

Para asegurarse que la operación estructurada no sea considerada como una simulación o una operación ajena al mercado de capitales, la transferencia de la custodia del Título Valor originada por el cambio de propiedad del mismo, bien ante la venta, en la apertura del mutuo como a su vencimiento, así como en la ejecución del contrato a plazo, es imprescindible. De lo contrario, la exposición a tener una interpretación adversa por parte del organismo regulador, puede ser alta.

[18] Para la referencia de esta definición, se consultó con especialistas en actividades de las Casas de Bolsa venezolanas.

Igualmente todos los pactos individuales involucrados, deben ser considerados como pactos separados, por lo tanto se requiere una documentación individual que soporte el registro contable separadamente.

1.2.4 Análisis de estados financieros de Casas de Bolsa

1.2.4.1 Los Estados Financieros

La base de datos para llevar a cabo las calificaciones de las Casas de Bolsa, son principalmente los Estados Financieros de las mismas. A continuación se expone, la estructura de los mismos.

Vivas (2005), señala que los Estados Financieros se definen como la representación de la situación de una empresa y los resultados obtenidos como consecuencia de las transacciones mercantiles efectuadas en cada ejercicio fiscal. Por consiguiente, son documentos que muestran cuantitativamente, el origen y la aplicación de los recursos empleados para la realización del negocio, el resultado obtenido en la empresa, su desarrollo y la situación financiera que guarda dicho negocio.

La información contenida en los Estados Financieros de las empresas, permite hacer análisis de tipo económico-financieros de las mismas, con fines de evaluación de solvencia, apalancamiento, análisis de crédito, entre otros. En

Venezuela y en muchos países del mundo, esta es la principal fuente de información para las compañías evaluadoras de riesgo.

Sin embargo, la información plasmada en estos documentos presentan algunas limitaciones, las cuales se resumen a continuación:

- Según Vivas (2005), los estados financieros no pueden reflejar aquellos aspectos financieros de los negocios, que no sean factibles de ponderarse con la vara de medir del dinero; tales como: la reputación, prestigio y aceptación pública de la empresa; la eficiencia, idoneidad y lealtad de su personal; problemas tecnológicos, contratos pendientes, tendencias del mercado, garantías, experiencia en el ramo, etc.

- No reflejan información del destino y origen de algunas operaciones, tales como, mutuos, reportos, financiamiento de margen, activos contingentes, y otros. Sin embargo, para algunas operaciones el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas para las Casas de Bolsas Venezolanas, establece algunas provisiones para actividades consideradas de mayores niveles de riesgo.

1.2.4.2 Principales partidas de los Estados Financieros de las Casas de Bolsa

Las normas contables establecidas por la Comisión Nacional de Valores en el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas para las Casas de Bolsa difieren en algunos aspectos de los principios de contabilidad de aceptación general en Venezuela, siendo las diferencias más importantes:

- La Declaración de Principios de Contabilidad número 10 (DPC-10) revisada e integrada el 6 de diciembre de 2000, requiere la actualización de los estados financieros por los efectos de la inflación. La Comisión Nacional de Valores requiere que los estados financieros ajustados por inflación se presenten como información complementaria.

- Se debe crear una provisión de 100% para aquellas partidas deudoras pendientes de conciliación bancarias con una antigüedad superior a los sesenta días. Según principios de contabilidad de aceptación general no se requiere dicha provisión.

1.2.4.2.1 Principales cuentas del Balance General

Disponibilidades: Corresponde al efectivo en banco e inversiones temporales con vencimiento inferiores a tres meses, consideradas como disponibles.

Portafolio de inversiones

- **Portafolio de inversión para comercialización "T":** Según el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas serán clasificados en el Portafolio para Comercialización "T", "*aquellos títulos valores de deuda cotizables que hayan sido adquiridos para ser prontamente comercializados entre clientes o con terceras partes.*

  Los títulos valores de deuda podrán permanecer en el Portafolio de Comercialización "T" de las Sociedades de Corretaje y de la Casa de Bolsa hasta por noventa (90) días contados a partir de la fecha valor de su adquisición, fecha en la cual tienen que ser vendidos compulsivamente sin excepción".

- **Portafolio de inversión para Comercialización "PIC":** Se presentan aquellos títulos valores de deuda que han sido adquirido como inversión para ser posteriormente comercializado. En el artículo 65 numeral 2 de las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa, se establece que los títulos de deuda clasificados en este portafolio podrán permanecer indefinidamente. Este portafolio es el más usado en el sistema de Casas de Bolsas venezolanas, dado a la no limitación del tiempo de permanencia de títulos dentro del mismo, lo cual posibilita el poder disponer de él para realizar cualquier otra actividad que pueda realizar la Casa de Bolsa, por ejemplo, mutuos, reportos, etc.

- **Portafolio de inversión "I":** Se presentan aquellos títulos valores de deuda que hayan sido adquiridos para fines exclusivos de inversión hasta el vencimiento de los títulos valores de deuda. Según lo indica las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa, los títulos valores de deuda podrán ser clasificados en el portafolio "I" previa aprobación y autorización por escrito de la Comisión Nacional de Valores. Esto significa que los títulos valores contenidos en este portafolio no podrán ser comercializados.

- **Portafolio de Acciones:** En esta sección están comprendidas la clasificación de títulos valores que implican la participación en la propiedad de una empresa. El Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas clasifica a las acciones en:

  - **Portafolio para comercialización de acciones:** Acciones destinadas a ser comercializadas, y cuyo porcentaje de participación en la entidad emisora es menor al 20% de su patrimonio.

  - **Las acciones no objeto de oferta pública:** Emitidas por instituciones regidas por la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, la Ley del Sistema de Ahorro y Préstamo y la Ley del Mercado de Capitales.

- **Inversiones de disponibilidad restringida:** Se clasifican en este portafolio, aquellos títulos valores de los cuales la Casa de Bolsa no podrá

disponer de sus beneficios. Por lo general se clasifican dentro de este portafolio, los títulos valores objeto de operaciones de reporto, en este caso cuando la Casa de Bolsa actúa como reportadora.

Activos financieros directos: Según el Manual Contable y Plan de Cuentas, en los Activos Financieros Directos "*se presentan todos los activos que no incurran en riesgo de crédito directo, sino en riesgo de crédito emisor o que sustituyan el riesgo de crédito directo a través del riesgo de crédito emisor o de precio*". Los financiamientos de margen y los pagarés con garantías bancarias, resultan los principales Activos Financieros Directos de las Casas de Bolsas venezolanas, y éstos representan la manera más parecida a lo que son los créditos bancarios, ya que constituyen una manera de proveer de liquidez a sus clientes.

Bienes realizables: Se valúan al costo de adquisición, construcción o incorporación. En el caso de los bienes realizables recibidos como forma de pago, estos deben realizarse a su valor de mercado en la fecha de incorporación.

Bienes de uso: Se presentan al costo de adquisición. La depreciación se calcula con base al método de la línea recta sobre la vida útil originalmente estimada de los distintos activos. Los desembolsos por mantenimiento y

reparaciones son cargados a los resultados en el año en que se incurren, mientras que aquellos por renovación o mejoras son capitalizados.

Otros activos: Se presentan diversas cuentas según las exigencias de la Comisión Nacional de Valores, las mismas pueden ser: gastos diferidos, anticipos, depósitos en garantías, partidas por aplicar, entre otras. Dentro de este rubro se mantiene el registro de licencias y el software las cuales se amortizan en un plazo de 3 años.

Pasivos financieros directos: Están conformados por las obligaciones en banco y entidades de ahorro y préstamo del país y el exterior hasta un año, así como las obligaciones por operaciones de reporto y los pasivos financieros indexados a títulos valores.

Pasivos laborales: Comprenden el 100% del pasivo relacionado con los derechos adquiridos según la Ley Orgánica del Trabajo.

Otros pasivos: Se presentan diversas cuentas según las exigencias de la Comisión Nacional de Valores, entre las cuales, impuestos, otras provisiones, partidas por aplicar, etc.

Superávit (Déficit) no realizado por ajustes a valor de mercado: Se presentan ganancias o pérdidas netas no realizadas por ajustes a valor de

mercado por precio y por tipo de cambio de los títulos valores de deuda clasificados en el Portafolio "PIC" y en el Portafolio para Comercialización de Acciones. Este superávit no está disponible para la distribución de dividendos.

Utilidades no distribuidas: Incluyen ajustes de intereses generados de los clientes, ajustes derivados principalmente del reverso de la estimación en exceso registrado en la provisión de activos financieros indexados, así como por el efecto en el cambio de operaciones de reporto, pasivos indexados, amortizaciones de intereses de la Deuda Pública Nacional, entre otros.

Cuentas de orden: Se registran los títulos valores negociados o pactados por liquidar, los títulos valores entregados por clientes a la Casa de Bolsa o Sociedad de Corretaje de Valores para su custodia.

1.2.4.2.2 Principales cuentas del Estado de Resultados

Ingresos financieros: Se registran todos los intereses devengados del Portafolio de Inversiones y Activos Financieros Directos.

Honorarios, comisiones y otros ingresos: Se registra los intereses devengados de los honorarios, comisiones, dividendos, etc., generados por las disponibilidades, portafolios de inversiones, servicios prestados o de cuentas

por cobrar. Esta es la cuenta que más volumen presenta dentro del Estado de Resultado de las Casas de Bolsas y Sociedades de Corretaje.

Gastos operativos: Contempla todos los gastos por sueldos y salarios, gastos de depreciación y amortización.

CAPÍTULO 2. EL RIESGO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

2.1 Tipos de riesgo asociados a instituciones financieras

El término riesgo en finanzas, hace referencia a la probabilidad de que ocurra un evento adverso que tenga consecuencias negativas sobre los retornos esperados de las inversiones, Ferrín (2008).

Ante dichos eventos adversos, surge la necesidad de tratar de asignarles una probabilidad de ocurrencia, la cual permita hacer cálculos para aproximar la utilidad o retorno de las inversiones. De este modo, nace el análisis de riesgos financieros, el cual permite una especializada administración de los mismos, en tanto que busca identificar, medir y controlar dichos riesgos, (Ferrín, 2008).

Según Jorion P. (1999), (citado por Fuentes, 2003. pp.17) las empresas están constantemente expuestas a tres tipos de riesgo: de negocios, estratégicos y financieros.

Los riesgos de negocio, son aquellos que la empresa está dispuesta a asumir para crear ventajas competitivas y agregar valor para los accionistas. Los riesgos de negocios u operativos, están asociados con el mercado del producto en el cual opera la empresa y comprende innovaciones tecnológicas, diseño del producto y mercadotecnia.

Los riesgos estratégicos, son los resultantes de cambios fundamentales en la economía o en el entorno político. Estos riesgos difícilmente pueden ser cubiertos, ya que no dependen directamente de las empresas, por lo que la única manera de tratar de cubrirlos es a través de la diversificación en las actividades propias de la misma.

Los riesgos financieros, están relacionados con las posibles pérdidas en los mercados financieros. Los movimientos en las variables financieras como lo son tasas de interés, tipo de cambio, etc.; constituyen una importante fuente de riesgo para la mayoría de las empresas.

En la mayoría de las instituciones financieras, el riesgo está presente en prácticamente todas o en la mayoría de las actividades que realizan. Esto es debido a que buena parte de estas actividades se desarrollan en un ambiente de incertidumbre asociada con el valor que a futuro tendrá un determinado activo del que disponga la organización, el cual a su vez, tendrá impacto en las decisiones de gestión o administración que se tomen en las organizaciones donde se presente, Ramirez, (2010).

2.1.1 Tipos de riesgo asociados a las entidades bancarias

Los bancos empiezan a asumir riesgos desde el momento en que captan fondos del público o de entes gubernamentales, y continúan afrontándolos en cada una de las operaciones bancarias que realizan. Por ende, se considera la

gestión de los riesgos, como la principal actividad de los bancos, así como de otros intermediarios financieros, Softline Ratings, (2009).

Según Softline Ratings (2009, pp.14) "*los bancos están expuestos a dos tipos de riesgos:*

-Riesgos endógenos: Aquellos que tienen su origen internamente en la institución, debido fundamentalmente a fallas organizacionales u operativas.

-Riesgos exógenos: Aquellos que se generan en los mercados y afectan directamente a los clientes y, por vía de éstos, se transmiten a los bancos."

Generalmente, los riesgos financieros se clasifican principalmente en riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo operativo (incluye al riesgo legal).

2.1.1.1 Riesgo de mercado

Según Falen, (2006): *"Es la factibilidad que ocurran pérdidas en el valor de las posiciones mantenidas (activas y pasivas) como consecuencia de movimientos adversos en las variables de mercado"*; es decir, el riesgo de mercado se debe a las variaciones (volatilidad) de las variables que conforman los mercados financieros (riesgo en de tipo de cambio, riesgo de tasas de interés, riesgo inflacionario y riesgo de precios o cotización de títulos valores).

2.1.1.2 Riesgo de tasa de interés

Es la posibilidad de que variaciones en los tipos de interés puedan afectar, de forma adversa, al valor de un instrumento financiero. A saber, las tasas de interés son las principales variables que determinan el nivel de rentabilidad de una institución financiera, ya sea por la diferencia entre tasas de interés activas y pasivas, o por las tasas que pagan los emisores de título valores contenidos en los portafolios de inversiones.

2.1.1.3 Riesgo de tipo de cambio

Se refiere a la posibilidad de pérdidas financieras, debido a la depreciación o apreciación del tipo de cambio. En términos generales, se conoce que:

- Si los Activos en divisas son superiores a los Pasivos en divisa = posición activa o superavitaria.

- Si los Pasivos en divisas es superior a Activos en divisas = posición pasiva o deficitaria.

- Posición activa + Una depreciación del tipo de cambio = Ganancia financiera.

- Posición pasiva + Una depreciación del tipo de cambio = Pérdida financiera.

El riesgo de tipo de cambio es función de la posición neta y de la volatilidad de los tipos de cambio (es decir, cuanto mayor sea la posición o cuanto mayor sea la volatilidad, mayor es el riesgo).

2.1.1.4 Riesgo de precio de tasa de inflación

Es la posibilidad de que variaciones en las tasas de inflación puedan afectar, de forma adversa, el valor de un instrumento financiero. Las tasas que pagan las instituciones financieras, por lo general deben ser mayores a la tasa inflacionaria. Es por ello que, la tasa de interés real a la que están sometidas estas instituciones, disminuyen en economías con altos niveles inflacionarios; por lo tanto, en las instituciones financieras la tasa de inflación esperada debe ser un elemento primordial a tomarse en consideración para la toma de decisiones.

2.1.1.5 Riesgo de precio o cotización de títulos valores

Es el riesgo ocasionado por las fluctuaciones en el valor de mercado de activos específicos, como resultado de cambios en sus precios. Se considera principalmente en instrumentos de renta variable.

2.1.1.6 Riesgo de crédito

Según Ramirez (2010), el riesgo de crédito es la posible pérdida derivada de la toma de posiciones o contratación de productos en los que se tienen una serie de derechos económicos futuros que son al mismo tiempo obligaciones de la otra contraparte del contrato, y cuyo valor se ve afectado por la valoración que el mercado hace en cada momento de la solvencia de la contraparte en el cumplimiento de sus obligaciones.

El riesgo de crédito se presenta cuando las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir con sus obligaciones contractuales. En razón a la forma en que se puede producir el incumplimiento podemos clasificar este tipo de riesgo en:

2.1.1.6.1 Riesgo de contrapartida

Es el riesgo de que una contraparte no cumpla con sus obligaciones contractuales, es decir, es el riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras que se derivan de la celebración de contratos que tienen vigencia durante un determinado periodo de tiempo.

2.1.1.6.2 Riesgo emisor

Este tipo de riesgo está vinculado con la transacción de los activos financieros de una entidad en los mercados primarios y secundarios y, se puede definir

como un tipo de riesgo de contrapartida que presenta la eventualidad de que un emisor no cumpla con las obligaciones contraídas en la emisión de sus títulos.

Este tipo de riesgo de crédito incluye un impacto desfavorable en el valor en el cual se coticen esos instrumentos en el mercado, debido a un deterioro en la percepción de la fortaleza financiera del emisor de esos papeles.

2.1.1.6.3 Riesgo país

Es el tipo de riesgo que se genera por la concurrencia en las deudas de un país, globalmente consideradas, por situaciones distintas del riesgo comercial corriente entre países. Esto incluye el riesgo soberano, el riesgo de transferencia y los restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional.

Este riesgo está asociado a la capacidad de la contrapartida ubicada en otro país para hacer frente a las deudas y obligaciones que tiene contraídas, lo que viene determinado por factores como, imposibilidad de acceso al mercado cambiario, inestabilidad política, problemas de deuda u operativos de la contraparte en ese país, etc.

2.1.1.7 Riesgo de liquidez

Es la pérdida potencial ante la dificultad de renovar pasivos o de contratar otros en condiciones normales, por la venta anticipada o forzosa de activos a descuentos inusuales para hacer frente a sus obligaciones; o bien, ante el hecho de que una posición no pueda ser oportunamente cubierta mediante el establecimiento de una posición contraria equivalente.

2.1.1.8 Riesgo operativo y legal

Es aquel riesgo originado por errores humanos, fallas en sistemas de tecnología e informática, fallas en la aplicación de controles establecidos, fallas en el procesamiento y registro adecuado de operaciones financieras, malversaciones de recursos y fraudes, principalmente.

El riesgo operativo es inherente a todas las áreas, unidades de negocio y a todos los procesos de las instituciones financieras, existe en el curso natural de las actividades y es importante que cada empleado y cada área identifiquen sus riesgos, ya que si permanecen ocultos, no se podrán tomar las medidas preventivas y de seguimiento que permitan controlarlos, y podrían aparecer repentinamente causando problemas graves o incluso pérdidas reales.

El riesgo operacional también incluye fraudes, situaciones donde los operadores falsifican intencionalmente información, y el riesgo tecnológico, que

se refiere a la necesidad de proteger los sistemas del acceso no autorizado y de la interferencia.

El riesgo legal se presenta cuando una contraparte no tiene la autoridad legal o regulatoria para realizar la transacción. El riesgo legal incluye el riesgo regulatorio, el cual hace referencia a actividades que podrían quebrantar regulaciones gubernamentales, tales como la manipulación del mercado, la operación con información privilegiada y restricciones de convencionalidad.

2.1.2 Contraste entre riesgos asociados a actividades bancarias y actividades de corretaje de valores

Las Casas de Bolsa por pertenecer al sistema financiero venezolano, adquieren los tipos de riesgos comunes del mismo, los cuales fueron explicados en el apartado anterior. Existen similitudes muy cercanas entre los tipos de riesgo a los cuales se enfrentan las entidades bancarias y los que se enfrentan las Casas de Bolsa; sin embargo, dado el tipo de actividades que realizan cada una de estas instituciones y las diferencias en los instrumentos financieros, existen diferencias en cuanto al grado de exposición en algunos tipos de riesgo.

En contraste con los tipos de riesgos a los que están expuestos en las actividades bancarias, las Casas de Bolsa venezolanas no se enfrentan al tipo de riesgo de crédito directo, ya que según lo señala el Manual de Contabilidad

y Plan de Cuentas *"...en términos de riesgo de crédito, el mercado de capitales toma el riesgo de crédito de los que emiten bajo las leyes específicas o riesgo de crédito emisor y no, riesgo de crédito directo".* Además, la Ley del Mercado de Capitales no exige una capacidad de análisis y aprobación de riesgo de crédito directo a estas instituciones, caso contrario que sucede en las instituciones regidas bajo leyes bancarias.

El tipo de riesgo de crédito al que se enfrentan las Casas de Bolsa venezolanas, es el riesgo de crédito emisor, el cual se concibe como la probabilidad de que un emisor de un título valor no cumpla con las obligaciones preestablecidas.

En lo que respecta al riesgo de mercado, este resulta el tipo de riesgo más significativo al que están expuestas las Casas de Bolsa. Dado que la composición de sus activos y deudas está conformada en su mayoría por títulos valores, un evento del mercado que signifique variaciones importantes en el precio de los mismos, podría afectar la estabilidad financiera de cualquiera de estas instituciones. Una disminución en el valor de los activos de una Casa de Bolsa puede afectar los índices de rentabilidad al igual que puede influir negativamente en los índices patrimoniales que exigen los organismos reguladores, por lo tanto la institución podría estar expuesta a altos niveles de riesgo regulatorio. Por otro lado, un aumento en el valor de los títulos valores

pasivos podría exponer a la Casa de Bolsa a aumentar los niveles de riesgo de solvencia y en último caso en peligro de quiebra.

De lo anterior se concluye que, el riesgo de mercado explicado a través del riesgo del precio o cotización de títulos valores, es el que las Casas de Bolsa venezolanas están más expuestas. Sin embargo, para poder medir este tipo de riesgo, se hace necesario una evaluación de los portafolios de inversiones, en la cual se incluyan diferentes variables que puedan afectar la valorización de los títulos valores contenidos en ellos.

2.2 Metodologías de medición de riesgo

Las innovaciones financieras en productos y servicios, las nuevas tecnologías y la desregulación financiera, han obligado a los analistas financieros y a los organismos reguladores, a desarrollar avanzadas metodologías, modelos y procesos para monitorear las actividades de los intermediarios financieros, especialmente de la banca.

En este sentido, parte de este esfuerzo se ha concentrado en el fortalecimiento del proceso de inspección desde un enfoque interno (supervisión In-situ) y en el desarrollo de sistemas de ratings, de alerta temprana, de evaluación de riesgos bancarios, monitoreo off site, y otros sistemas de evaluación externa (supervisión extra-situ) que permita incrementar la capacidad analítica y predictiva de los organismos reguladores sobre el sistema financiero.

Buniak (2002), explica que no existe un sistema único y óptimo, o una metodología estándar que permita diagnosticar y predecir en forma completa, oportuna y perfecta problemas de viabilidad o de irregularidad financiera en instituciones financieras. De hecho las prácticas de supervisión financiera varían de un país a otro. Este mismo autor clasifica los sistemas de análisis de la siguiente manera:

- Sistemas de Rating para instituciones financieras.
- Sistemas de análisis de indicadores financieros considerando el segmento del mercado en el cual se ubican las entidades financieras.
- Sistema de evaluación y análisis de riesgo bancario.
- Modelos estadísticos.

Siguiendo esta clasificación, se tratará de explicar algunas metodologías existentes.

2.2.1 Sistemas de Rating para instituciones financieras

2.2.1.1 Sistema CAMEL

Se conoce como método CAMEL (Capital, Assets, Management, Earnigs, Liquidity) a la determinación de ratings que indican la calidad de una institución financiera por medio de una serie de índices agrupados de acuerdo a sus características.

Esta metodología es una herramienta que permite hacer un análisis estándar de un sector financiero específico, principalmente a instituciones bancarias. En este sentido, Cortina (2009), señala que el modelo CAMEL es una herramienta que sirve para analizar la salud de instituciones financieras, centrándose en el seguimiento de sus cinco componentes que, evaluados en conjunto, logran reflejar la situación financiera y su solidez como emisor. A continuación se presentan los cinco componentes de esta metodología y alguno de los indicadores más usados para el análisis bancario[19]:

Adecuación de Capital: Índices que indican la capitalización del banco, relacionando el tamaño del patrimonio respecto al activo. Se calculan con el objeto de medir la solvencia o suficiencia patrimonial de una institución financiera, debido a que se entiende que bancos bien capitalizados tienen mayor capacidad de hacer frente a perturbaciones que afecten sus balances. Algunos índices son:

- ((Patrimonio+ Gestión Operativa)/ Activo Total promedio).
- ((Patrimonio+ Gestión Operativa)/Activo improductivo Bruto).
- Patrimonio/ Cartera de Créditos.
- Depósitos / (Patrimonio + Gestión Operativa).

[19] Softline Consultores. Curso: ¿Cómo analizar el Riesgo de un Banco? Julio 2009. Pág. 34 y 35.

Calidad de Activos: Índices que indican la morosidad de la cartera crediticia y su provisión. Igualmente, este indicador busca evaluar las proporciones de activos que generan rendimiento para la institución. Algunos índices son:

- Cartera Inmovilizada/ Cartera de Créditos Bruta
- (Cartera inmovilizada + Cartera Reestructurada)/ Cartera de Crédito Bruta
- Cartera Inmovilizada/ (Patrimonio + Gestión Operativa)
- Provisión de Cartera de Créditos/ Cartera de Créditos.
- Provisión de Cartera de Créditos/ Cartera Inmovilizada.

Gerencia: Índices que indican los resultados de los planes gerenciales, al igual que medir la gestión que la institución hace con sus recursos para evaluar la sostenibilidad en el tiempo. Una buena administración puede permitirle a un banco mantener una posición importante dentro del mercado, mejorando su eficiencia, siendo una de las variables fundamentales el manejo de los ingresos financieros y los gastos de transformación. Algunos índices son:

- Participación de mercado.
- Márgenes de utilidad.
- Gastos de transformación/ Ingresos financieros.
- Gastos de transformación/ Activos Productivos.
- Activo Improductivo/ Activo Total.

Rentabilidad: Indicadores de ganancias relativas. El análisis se concentra en determinar la calidad y estabilidad de los ingresos, extrayendo de ellos los que sean de carácter extraordinario y analizando el impacto que las distintas regulaciones tienen principalmente sobre los de carácter financiero y los originados por comisiones de servicio.

La estructura de los ingresos es fundamental en el análisis de la capacidad financiera de una institución, ya que son los que atraen fuentes de capital externo y afectan el crecimiento del patrimonio, al mantenimiento o crecimiento de la capacidad operativa, a la habilidad de hacer frente a condiciones adversas, y por último, a la supervivencia de la institución. Es importante para la institución que sus ingresos provengan de su gestión operativa y no por operaciones extraordinarias. Algunos índices son:

- ROE: Resultado Neto/ Patrimonio.
- ROA: Resultado Neto/ Activo.
- Ingreso cartera de crédito/ cartera de créditos.
- Ingreso cartera de valores/ cartera de valores.
- Margen de Intermediación/ Activo
- Margen Financiero Bruto/Activo

Liquidez: Capacidad de corto plazo para cumplir compromisos financieros. Este índice es relativo; mucha liquidez es ineficiente porque son recursos que

no están produciendo renta, poca liquidez es riesgosa, porque se corre el riesgo de no contar con recursos adecuados para cumplir compromisos. Algunos índices son:

- Disponibilidades / Captaciones.
- (Disponibilidades + Inversiones en títulos de valores) / Captaciones.
- (Disponibilidades – Efectos de cobro inmediato) / Captaciones.
- Cartera de créditos / Captaciones.

Para determinar el rating, se hace una comparación con el promedio del mercado y a cada indicador se le asigna un puntaje, los cuales van del 1 al 5. Cada indicador tiene una ponderación asignada sobre el rating, el cual va estar determinado por el puntaje obtenido:

- Rating de 1 o 2 indica que el banco no genera preocupación.
- De 3 a 5 generan preocupación al ente supervisor de moderada a alta.

2.2.1.2 Sistema MACRO

El método M.A.C.R.O. (Manejo o gestión; Calidad de Activo; Capital; Riesgo de Liquidez y Resultados Operativos), es un sistema de calificación que tiene como objetivo evaluar y calificar en forma global la situación relativa de un

banco con relación al resto de las instituciones que operan en el sistema[20]. Según Buniak (2002), en primer término MACRO es una herramienta de supervisión off site, y utiliza una serie de variables proxi que permite evaluar el desempeño de las entidades en cada uno de los campos de análisis como manejo o gestión, calidad de activos, capacidad patrimonial, riesgos de liquidez, resultados operativos, mediante la utilización de los balances y estados financieros de publicación.

Esta metodología propone la evaluación de una serie de indicadores que van a depender del área a estudiar y de una serie de factores como el cumplimiento de regulaciones financieras y sistemas de control internos que van a evaluar una entidad financiera con respecto al sistema.

Entre las principales debilidades de esta metodología se encuentra el hecho de que la misma aplica una evaluación de manera relativa, no pudiendo establecer en términos específicos si una entidad o un sistema está bien o mal. Además, establece un análisis estático de las instituciones y no toma en cuenta su sostenibilidad en el tiempo.

2.2.1.3 Sistema BEPOEC

La metodología BOPEC es el modelo de supervisión que realiza la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica (FED) para la evaluación y

[20] Metodologías "Off Site" de Análisis y Supervisión Financiera. Luis Alberto Chiriboga Rosales.

calificación del riesgo de conglomerados financieros. Buniak (2002), establece que este método comprende el estudio de 5 componentes: Subsidiarias Bancarias, Subsidiarias no Bancarias, Compañía Matriz, Ganancias Consolidadas y Adecuación de Capital Consolidado. Cada uno de estos factores se evalúan en una escala del 1 al 5, donde 1 indica la mejor situación.

Básicamente, este modelo implica una evaluación de cada subsidiaria por separado, aplicando CAMELS[21] para las subsidiarias bancarias y modelos de rating crediticios para subsidiarias no bancarias; igualmente a la compañía matriz se le aplica el modelo CAMELS, en donde se incluye la evaluación consolidada de las ganancias y la adecuación de capital.

Esta metodología resulta una herramienta muy completa de supervisión, ya que contiene un análisis del tipo interno (in-situ) y externo (extra-situ), lo que lo hace más integral y por lo tanto eficaz.

2.2.1.4 Sistema ROCA

Este sistema es usado por la FED, para calificar el riesgo de sucursales y agencias de bancos extranjeros en los Estados Unidos de Norteamérica. El sistema ROCA, comprende cuatro importantes componentes:

- Risk Management (Gerencia de Riesgo).

[21] La FED le agregó un sexto factor a la metodología CAMEL en el año 1996, relacionado con la sensibilidad, lo que dio como resultado la nueva metodología CAMELS.

- Operational Controls (Controles Operacionales).
- Compliance (Cumplimiento de leyes y normas prudenciales).
- Aseet Quality (Calidad de los Activos).

Esta metodología es de tipo interna (in-situ), por lo que evalúa la situación de la empresa más allá de la información pública y accesible. Para la evaluación de la Gerencia de Riesgos se evalúan diferentes tipos de riesgos a los cuales se están expuestos en el negocio bancario, incluyendo el riesgo reputacional y el riesgo de país de procedencia de la institución. La evaluación en los Controles Operacionales implica el análisis de la calidad y efectividad de las políticas, procedimientos y controles internos. Para el aspecto de la adaptación de las normas locales, se determina la disposición de la institución por el cumplimiento de las leyes y normas a los cuales deben ser sometidas. Por último, se evalúa la adecuación del capital para financiar las políticas de saneamiento de cartera.

2.2.2 Sistemas de análisis de indicadores financieros considerando el segmento del mercado en el cual se ubican las entidades financieras

Los indicadores de alerta temprana utilizan el análisis discriminante y estadístico para establecer si un banco pertenece o no a un sub sector o estrato definido dentro de un sistema. Las prácticas contables en varias ocasiones pueden "maquillar" algunas razones financieras con el fin de que

éstas parezcan como si un banco está en buen estado. Sin embargo, cuando se analizan los indicadores de un banco con respecto al sub sector al cual pertenece y, con el supuesto dado que los indicadores están bien definidos y logran capturar toda la información necesaria, estas situaciones atípicas son más fáciles de observar, puesto que se pueden comparar con instituciones con características similares.

Hay diferentes maneras de definir un segmento de mercado específico o peer group, ya sea por tamaño de los activos, o de capital; por origen de los fondos, banca pública o privada; por el área geográfica en donde se encuentre su actividad, bancos regionales y nacionales; por el tipo de mercados atendidos, banca hipotecaria, banco de inversión.

El poder hacer análisis de instituciones financieras con respecto a un segmento del mercado específico, tiene como ventaja poder identificar con mayor claridad las variaciones en diferentes indicadores que pueda tener una institución específica, por lo tanto es un método muy usado por los organismos reguladores.

2.2.3 Sistema de evaluación y análisis de riesgo bancario

El sistema de evaluación de riesgos bancarios supone un análisis general de los factores de riesgo cualitativos y cuantitativos que afectan el funcionamiento de una institución bancaria. Este sistema implica una interacción de

información de empresas privadas de análisis y organismos reguladores, lo cual ofrece una perspectiva bien amplia de la institución.

Este sistema de evaluación implica el análisis de diferentes tipos de riesgos asociados a la banca, como lo son: riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de tipo de cambio, riesgo de precio, riesgo operacional, riesgo tecnológico, riesgo estratégico, riesgo legal, entre otros.

2.2.4 Modelos estadísticos

El avance en modelos estadísticos como herramienta para evaluación y medición de riesgo a instituciones financieras surge como necesidad al avance en productos en estas instituciones.

Los modelos estadísticos resultan uno de los mejores métodos para identificar señales de alerta que puedan afectar a las instituciones financieras e incluso a un sistema financiero. Igualmente, las mejoras en la calidad de la data y los avances de la econometría, hacen posible una mejor evaluación financiera de una entidad.

En contraste con los otros métodos de evaluación de riesgo, los modelos estadísticos van más allá que la evaluación actual e histórica de una institución financiera, más bien este logra identificar los riesgos con una anticipación razonable al momento de la irregularidad financiera o a la posible quiebra.

Además de esto, permite identificar las relaciones causales entre las variables explicativas y los resultados del modelo. Un ejemplo, de este tipo de modelo de medición de riesgo financiero es el llamado modelo VaR (Valor en Riesgo),el cual consiste en "*una manera de medir el riesgo de mercado de un activo o una cartera de activos financieros. De manera resumida el VaR cuantifica la máxima pérdida potencial que una cartera puede tener en función de un nivel de confianza, y para un determinado horizonte temporal.*" (García Estévez)

2.3 Criterios usados por algunas agencias calificadoras de riesgo en Venezuela

Como se mencionó anteriormente, en Venezuela operan aproximadamente diez Agencias Calificadoras de Riesgo, entre ellas Ftich de Venezuela, Sociedad Calificadora de Riesgo y Softline Ratings, Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A., las cuales califican Casas de Bolsa venezolanas, dado que estas actúan como compañías emisoras dentro del mercado de capitales venezolano, por lo tanto la Comisión Nacional de Valores exige a éstas ser calificadas por al menos dos Agencias Calificadoras de Riesgo venezolanas. Ambas agencias tienen una metodología más o menos definida para hacer el análisis de riesgo de cada una de estas instituciones, cuyos criterios se resumen a continuación.

2.3.1 Softline Ratings

En un documento publicado en la página Web de esta institución, se realiza un resumen de los criterios principales que se toman en cuenta para la evaluación de riesgo de las Casas de Bolsa Venezolanas.

La evaluación comienza con un breve análisis de la información suministrada por la Casa de Bolsa, con el fin de evaluar su calidad y validez, esto con el fin de evaluar si con esta información se podría predecir la situación financiera de la empresa.

El proceso de análisis comienza por un análisis sectorial, con el fin de analizar el mercado en donde opera la institución. Esta evaluación incluye la participación de la entidad en el mercado, la capacidad de adaptación ante cambios en las regulaciones en el mercado y ventajas competitivas ante empresas sustitutas. Con esta evaluación se podrá de alguna manera medir la capacidad de respuesta que podrá tener la Casa de Bolsa ante un cambio en el entorno en donde ésta se desenvuelve.

Una vez realizado el diagnóstico del entorno, se pasa a analizar a la entidad en estudio. Este análisis se divide en Análisis Cualitativo y Análisis Cuantitativo. Con la parte cualitativa se busca evaluar la situación de la gerencia de la Casa de Bolsa, a través de información sobre las estrategias de negocio, información de la estructura organizacional, la experiencia de los directores, todo esto se

contrasta con la información financiera, con el fin de poder medir de una mejor manera esta información. Igualmente, la información de los propietarios de la empresa es tomada muy en cuenta en la calificación, puesto que además de la experiencia de los mismos, también influye la reputación, posición financiera y si la empresa pertenece o no a un grupo financiero.

Con respecto al Análisis Cuantitativo, se levanta toda la información financiera necesaria, para evaluar la capacidad de pago y su fortaleza ante cambios externos. Esta parte de la calificación está dividida básicamente en cinco factores, los cuales son:

Eficiencia operacional: En esta sección se crean una serie de indicadores que permiten medir la capacidad de la empresa de generar recursos tomando en consideración las decisiones en cuanto al mercado al que están orientados. De esta manera se mide la composición de los ingresos financieros, los márgenes operacionales, resultados netos, entre otros.

Financiamiento: Consiste en evaluar las fuentes de financiamiento de la empresa, así como medir la composición de sus pasivos, ya sean de corto, mediano o largo plazo. Igualmente se evalúa la capacidad de hacer frente a sus obligaciones. También se toma en consideración las fuentes de financiamiento extraordinario.

Liquidez: Refleja la capacidad de atender las demandas de efectivo en situaciones normales de operaciones y en situaciones extremas. Se evalúa la composición de sus activos más líquidos, y el calce de vencimiento de sus activos con respecto a sus pasivos financieros.

Rentabilidad: Refleja la estabilidad de los ingresos y gastos de la Casa de Bolsa, que pudieran afectar su capacidad de pago. Se calculan indicadores que relacionan sus ingresos con respecto a los niveles de Activos y Patrimonio. Algo muy importante que esta Agencia Calificadora de Riesgo toma en consideración es que los ingresos de la empresa provenga de su gestión operativa y no de gestiones extraordinarias.

Índices Patrimoniales: En esta sección se busca el cumplimiento de los índices patrimoniales exigidos por la Comisión Nacional de Valores, con el fin de evaluar la solvencia o suficiencia patrimonial de la Casa de Bolsa ante posibles cambios en sus obligaciones. Los aspectos analizados son: la composición del patrimonio, política de dividendos, posición de los propietarios ante nuevas exigencias de capital, entre otros.

Una vez analizado los factores cualitativos y cuantitativos de la Casa de Bolsa en estudio, se pasa a elaborar un análisis de riesgo de la empresa, tomando en consideración los principales tipos de riesgos a los que puede afrontar una

Casa de Bolsa con respecto al análisis anterior, de esta manera se identifican los factores de riesgo a los que está expuesta la respectiva Casa de Bolsa.

Por último se realizan proyecciones de resultados de la institución en tres escenarios (base, pesimista y optimista), con el fin de evaluar que tanto puede verse influenciada la empresa con respecto a su capacidad de pago.

2.3.2 Fitch Rating

Según documentos proporcionados por la empresa Fitch Rating de Venezuela, los cuales contienen los criterios usados para la medición de riesgo a instituciones financieras, explican las variables a tomar en cuenta para la calificación de riesgo a instituciones financieras no bancarias.

Todas las instituciones financieras tienen características propias que las diferencian unas de otras, por lo que una metodología de análisis de riesgo no es adaptable o universal para todas, es decir, no puede basarse en un análisis rígido, se debe tomar características propias de la institución y adaptarlas al análisis.

Fitch Ratings hace distinciones entre las instituciones financieras, clasificándolas como bancarias y no bancarias; definiendo a las no bancarias como aquellas instituciones ligadas ofrecer servicios financiero pero cuyas actividades no están definidas como bancarias. Para el caso específico del presente estudio, Fitch clasifica a las Casa de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores como instituciones financieras no bancarias.

Generalmente el enfoque usado para calificar instituciones financieras bancarias y no bancarias es el mismo pero existen diferencias en el grado de exposición al riesgo, dependiendo del subsector en el que se encuentren o actividad que realicen, lo que trae como consecuencia que existan diferencias en cómo serán evaluadas.

El análisis realizado a instituciones financieras toma en cuenta tanto factores cualitativos y cuantitativos como factores externos e internos.

Los elementos claves que toma en cuenta Fitch Ratings para el análisis a estas instituciones financieras son:

- Perfil de la industria y ambiente operacional.
- Perfil de la compañía y manejo del riesgo.
- Perfil financiero.
- Estrategias de gerencia y manejo corporativo.
- Propiedad, apoyo financiero.

Limitaciones

Fitch Rating basa su calificación en la recolección y análisis de información pública en conjunto con el juicio y proyecciones de analistas. En la mayoría de los casos representantes de Fitch se reúnen con directivos de las instituciones financieras con el fin de obtener información no pública, la cual puede o no,

influir en el resultado del rating dependiendo de si, a juicio de Fitch, la información proporcionada es de gran provecho. La ausencia de la participación del directivo de la institución en el proceso de calificación no necesariamente afectara el rating si existe la información pública suficiente para realizarlo.

Otra limitación tiene que ver con el "evento de riesgo", definiendo evento de riesgo como un evento no previsto que, hasta que no ocurra, no se verá incluido en el rating existente. Sin embargo, detalles del evento y su efecto en la financiación, el capital y la liquidez no se conocerá hasta que el evento es anunciado o consumado y es en este momento en que se conocerá si el rating fue acertado.

Perfil de la industria y ambiente operacional

Los factores de mercado usualmente evaluados incluyen el riesgo soberano o riesgo país y otras variables económicas que afectan directamente a las instituciones financieras, especialmente en países en desarrollo.

Los analistas usualmente evalúan los indicadores económicos básicos del país tales como el tamaño y la composición de su economía, el crecimiento del PIB, la inflación, el crecimiento de los préstamos de consumo, el crecimiento en los préstamos de bienes raíces, ahorro e inversión, las tendencias del desempleo, tipos de cambio, rendimientos de los bonos, etc. Aspectos políticos y culturales

de un país, así como las tendencias demográficas, también pueden ser considerados factores importantes en el proceso analítico.

El punto de partida para Fitch en el análisis empresas que integran el mercado de capitales es el entendimiento de dicho mercado o ambiente en donde se desenvuelven. En particular, para las instituciones a evaluar en el presente estudio (Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores) se analiza la exposición a un determinado tipo de activo (títulos valores) y el mercado en el que se mueven.

Por ejemplo el riesgo de una compañía actuando únicamente en mercados desarrollados y con títulos del gobierno muy líquidos será distinto al riesgo de aquellas transando instrumentos menos líquidos con mayor volatilidad en mercados menos activos.

Otros factores tomados en consideración, son tanto el marco legal como el regulatorio, es decir el grado de intervención que las instituciones financieras tengan. Las Regulaciones son generalmente positivas para los acreedores y por lo tanto para el rating ya que restringe a las compañías a la hora de tomar acciones de alto riesgo. Sin embargo, el rating puede verse afectado si dichas regulaciones afectan de manera negativa, ya que pueden llegar a reducir la rentabilidad de las operaciones.

Perfil de la compañía y el manejo del riesgo

La experiencia e historial son factores importantes a la hora de realizar la evaluación de una compañía, así como el establecer y mantener una reputación. Las compañías más grandes, con mayor volumen de transacciones usualmente poseen mayor liquidez y tienen la capacidad de ofrecer una mayor gama de productos. Otros factores que se toman en cuenta al estudiar el perfil de la compañía son el tamaño de la misma y su posición en le mercado con respecto a sus competidores.

Según Fitch Ratings los tipos de riesgo más importantes a los que se tiene que enfrentar y que deben saber manejar una institución financiera como lo son las casas de bolsa y sociedades de corretaje son:

- Riesgo de mercado.
- Riesgo operacional.
- Riesgo reputacional.
- Riesgo de crédito.

Perfil financiero

Los elementos claves en la evaluación de Fitch Ratings con respecto al perfil financiero son:

- Rentabilidad.

- Flujo de caja.
- Liquidez.
- Financiamiento.
- Apalancamiento.

Fitch evalúa estos elementos a través de indicadores cuantitativos, usando datos reflejados en los estados financieros, para luego compararlo con la industria.

Estrategias de gerencia y manejo corporativo

Uno de los aspectos más difíciles pero cruciales en el análisis para Fitch es la evaluación del equipo directivo de una empresa y sus estrategias de negocio. Los equipos fuertes en su gestión son eficaces en la comunicación y la ejecución de su visión estratégica, ayudando a la compañía incrementar su valor. Es importante que la gestión de equipo demuestre un alto grado de credibilidad, fiabilidad, experiencia y competencia

Propiedad y apoyo financiero

Un motor clave de las calificaciones incluye la propiedad de una entidad, de apoyo y otros factores de grupo pertinentes. En la medida en una institución puede contar con el apoyo, pueden beneficiarse de la elevación en la valoración.

CAPÍTULO 3. MARCO METODOLÓGICO

3.1 Construcción del modelo de calificación

Siguiendo la clasificación de los sistemas de análisis de riesgo a instituciones financieras explicados en el Capítulo 2, el tipo de metodología de evaluación de riesgo a utilizar en el presente estudio es el **Sistema de Rating para Instituciones Financieras**, a través del método CAMEL.

Si bien existen diferencias en cuanto a estructura de activos, pasivos y actividades a las cuales se dedican las Casas de Bolsas en contraste con los Bancos, en este apartado se implementa la metodología de medición de riesgo bancario (CAMEL) a las Casas de Bolsa venezolanas, con el fin de elaborar un sistema de rating a este tipo de instituciones.

La escogencia del método CAMEL viene dada por considerar que dentro de las metodologías existentes para analizar el riesgo bancario, esta parece ser la que más engloba aspectos financieros dignos de ser evaluados al momento de hacer un análisis de este tipo.

Basado en la metodología CAMEL, se construyen indicadores financieros que reflejan el comportamiento de las Casas de Bolsa en materia de: capitalización, calidad de activos, gerencia, rentabilidad y liquidez. Adicionalmente, se le

agrega un último factor el cual buscará evaluar el grado de competitividad de la institución a través su participación en el mercado.

Es posible incorporar otras medidas para evaluar la situación financiera de un banco como el índice de adecuación capital de Basilea (patrimonio efectivo sobre activos ponderados). No obstante, este tipo de indicador, junto con indicadores de calce de tasas y monedas tienen en común la propiedad de que no están disponibles en forma periódica en los estados financieros de las Casas de Bolsa, adicionalmente, la información requerida para elaborar tales indicadores no es de dominio público, lo que dificulta su elaboración.

Los pasos a seguir para la construcción del modelo de calificación, son los presentados a continuación:

3.1.1 Selección de indicadores a ser utilizados

El modelo de calificación está compuesto por una serie de indicadores, los cuales son calculados a partir de información reflejada en los estados financieros de las Casas de Bolsa venezolanas. La ventaja de realizar un modelo de calificación mediante esta información, es la estandarización que presentan los estados financieros de estas instituciones, siguiendo las pautas establecidas en el Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas.

Los índices creados a partir de los estados financieros de las Casas de Bolsas venezolanas, tienen como objetivo tratar de medir algunos aspectos económicos-financieros de estas instituciones que a su vez permitan evaluar los distintos riesgos a los que se enfrentan estas instituciones financieras, tales como riesgo de liquidez, riesgo de insolvencia, riesgo de adecuación de capital y riesgo operacional.

Los indicadores se dividen en financieros y de competitividad que junto a sus respectivas ponderaciones darán forma al modelo final de calificación.

3.1.1.1 Indicadores Financieros

A continuación se explican algunos indicadores que permiten en conjunto, evaluar la situación financiera de una Casa de Bolsa venezolana; los cuales estarán separados en los 5 aspectos fundamentales, definidos por la metodología CAMEL.

Indicadores de Adecuación de Capital

Los indicadores de adecuación de capital buscan medir el nivel de patrimonio de una Casa de Bolsa en contraste con el tamaño de sus activos y pasivos. Los indicadores a utilizar son los siguientes:

Patrimonio + Gestión Operativa / Total Activo: Mide la proporción del Patrimonio con respecto al Activo, es decir, la proporción del Activo que ha sido financiada con recursos propios. Un valor alto para este índice establece una mejor capitalización de la Casa de Bolsa en contraste con sus Activos.

Patrimonio + Gestión Operativa / Activos Improductivos: Este indicador busca medir la cobertura patrimonial sobre los activos que no generan ingresos de manera directa. Un valor de este indicador igual o mayor a uno (1), indica que las ganancias retenidas y el capital aportado por los accionistas están respaldando a los activos improductivos de la Casa de Bolsa, lo que le otorgaría una mejor puntuación.

Patrimonio + Gestión Operativa / Activos Financieros Directos: Este indicador busca medir la cobertura patrimonial sobre los Activos Financieros Directos. Los Activos Financieros Directos incluyen el préstamo de títulos valores a través de la operación de mutuos, y de reportos por lo tanto una Casa de Bolsa que tenga un alto valor de este índice estará en mejores condiciones para hacer frente a cualquier situación no deseada en el contrato de estas operaciones. Un mayor valor de este índice le otorga una mejor calificación.

Pasivos Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa: También llamado índice de endeudamiento o apalancamiento. En la legislación vigente hasta el 29 de enero del 2010, se establecía que los Pasivos Financieros

Directos no podían superar ocho (8) veces al Patrimonio. Sin embargo, a partir de esa fecha se estableció una reforma a este indicador, en donde las Casas de Bolsas y Sociedades de Corretaje no pueden exceder dos (2) veces el valor de esta relación financiera. Este índice mide el nivel de endeudamiento de la Casa de Bolsa al corto plazo y a mayor valor, mayor será la dependencia de la entidad ante terceros, por lo tanto mejor posicionada estará la Casa de Bolsa.

Indicadores de Calidad de Activo

Se refiere a la estructura entre activos productivos e improductivos, y su importancia con respecto a otras partidas. El activo principal de las Casas de Bolsas está compuesto por títulos valores a través de sus portafolios de inversiones y productos como reportos, préstamos en margen y activos financieros indexados. El valor de tales activos en balance varía según el comportamiento del pecio de los títulos en el mercado, por lo que el riesgo de los mismos está atado al riesgo de mercado. Por lo tanto, para hacer un análisis de riesgo más exhaustivo a la calidad de activos de las Casas de Bolsas, habría que hacer un análisis a los títulos valores con las que estas operan. Sin embargo, este tipo de análisis va más allá del alcance del presente estudio, ya que el tipo de análisis aquí expuesto es, como lo define Buniak (2002), de tipo extra situ, sin acceso a información detallada de cada Casa de Bolsa, y por ende, sin acceso a la composición de portafolio de inversiones en títulos valores.

Algunos de los indicadores que buscan medir la calidad de activos de las Casas de Bolsa son los siguientes:

Brecha Estructural: Este índice busca determinar en proporción al tamaño del activo, la diferencia entre el activo productivo y el pasivo con costo. Un indicador negativo señala que se financian activos improductivos con pasivos con costo. Mientras mayor sea la brecha estructural mejor es la estructura de activos productivos y pasivos con costo.

Activos Improductivos / Activo Total: Busca determinar la importancia del activo improductivo dentro del total del activo de la Casa de Bolsa. Un alto nivel de este indicador, indica que una a alta proporción de los Activos de la empresa, no generan rentabilidad, por lo tanto menor calidad de activo tendrá la Casa de Bolsa.

Activos Productivos / Pasivos con Costo: Busca determinar la proporción del activo productivo que está siendo financiado con pasivos con costo. Lo recomendable es que se ubique por encima de 1.

Indicadores de Gerencia

Esta sección se busca evaluar la eficiencia de los gastos operacionales y administrativos de la Casa de Bolsa en contraste con sus Activos y Patrimonio. Tener un avanzado sistema operativo, con personal de amplios conocimientos

y experiencia, traen como consecuencia mejores resultados financieros a la entidad, con bajos costos y altas tasas de rentabilidad.

Para evaluar de una mejor manera la gestión operativa de una Casa de Bolsa, las Calificadoras de Riesgo, buscan entrevistarse con los directivos de la empresa, hacen evaluaciones del manejo operativo, de la experiencia del personal, entre otras cosas, con el fin de poder hacer un análisis más detallado de la Gestión de una Casa de Bolsa. Nuevamente, este tipo de análisis es interno (supervisión in-situ), el cual está fuera del alcance del presente estudio. Algunos de los indicadores de Gestión de las Casas de Bolsa venezolanas, son los siguientes:

Gastos Operativos / Activo Total: Mide la proporción de los gastos en los que incurre la entidad en sueldos y salarios, depreciación y gastos de bienes de uso y amortización de intangibles, y otros gastos, con respecto al Activo total. Un elevado valor de este índice implica que la Casa de Bolsa tiene altos gastos de este tipo en comparación al tamaño del activo, lo que implica un deficiente uso de sus recursos.

Gastos de Personal / Activo Total: Mide la proporción de los Gastos de Personal en sueldos y salarios con respecto al activo de la empresa. Un alto valor en este indicador implica un manejo poco eficiente de los gastos en personal de la empresa.

Gastos Financieros / Ingresos Financieros: Este indicador busca determinar la importancia que tienen los gastos financieros con respecto a los ingresos financieros que reporta la Casa de Bolsa. Si el margen financiero bruto de la Casa de Bolsa es negativo, este indicador arrojaría un resultado mayor a 1, por lo tanto mientras menor es el valor de este indicador, mejor posicionado se encuentra.

Honorarios, Comisiones y Otros Ingresos / Resultado en Operaciones Financieras: Este índice busca determinar cuánto del resultado en operaciones financieras es generado por los Honorarios y Comisiones de la Casa de Bolsa. Un elevado valor de este indicador señala altos niveles de ingresos por este tipo de operaciones, y por lo tanto mejor posicionada se encontrará dicha institución.

Indicadores de Rentabilidad

Mide la capacidad que posee la empresa para generar utilidades, a partir de recursos disponibles. Por lo general estos indicadores combinan cuentas del estado de resultado con los del balance general.

Margen Financiero Neto / Activo Total: Busca determinar la importancia del margen financiero neto con respecto al activo total de la Casa de Bolsa. Un alto valor de este indicador, indica que la empresa está generando altos niveles de rentabilidad en sus operaciones principales, en contraste con su activo.

Utilidad Neta del Ejercicio / Activo Total (ROA): Mide la relación de las ganancias del ejercicio económico con respecto al tamaño del activo. Este indicador busca medir la rentabilidad que tiene el activo de la empresa, a través de las ganancias que genera. Por lo tanto, un alto valor en este indicador, señala una mejor rentabilidad del Activo.

Utilidad Neta del Ejercicio / Patrimonio total (ROE): Mide la relación de las ganancias del ejercicio económico con respecto al patrimonio. Este indicador busca medir la rentabilidad que tiene el patrimonio de la empresa, a través de las ganancias que genera. Sin embargo, este indicador de alguna manera condena a las entidades que tienen altos valores de capital.

Margen Financiero Implícito: Este indicador se obtiene de la diferencia entre la rentabilidad de los activos productivos y el costo de los pasivos de la Casa de Bolsa. Un indicador positivo refleja mejores resultados de rentabilidad financiera.

Indicadores de Liquidez

Refleja la capacidad de atender las demandas de efectivo en situaciones normales de operación y en situaciones de crisis. En este punto también se evalúa la diversidad de las fuentes de fondos, su composición y sus posibilidades de fondos disponibles para hacer frente a sus obligaciones.

Disponibilidad + Portafolio PIC / Pasivos Corto Plazo: Busca determinar la proporción de los activos de más rápida liquidación con respecto a los pasivos de corto plazo. El Portafolio de Inversiones PIC no posee limitaciones de tiempo para ser comercializados, por lo tanto es la cartera de inversión más liquida en cuanto a las normativas se refiere.

Activos Financieros Directos / Pasivos Financieros Directos: Mide la capacidad que tiene la institución para cubrir sus Pasivos Financieros Directos con Activos Financieros Directos propios de la Casa de Bolsa. Este valor debe ser mayor a uno.

Activo Total /Pasivo Total: Este indicador mide la capacidad de cubrir pasivos con el activo total de la Casa de Bolsa. El valor de este indicador debe ser mayor a uno.

Activos Financieros Indexados a Títulos Valores / Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores: Este indicador mide el nivel de liquidez que tiene la Casa de Bolsa en cuanto a sus operaciones de Activos y Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores se refiere. Un valor de este indicador por encima de uno, indica que la empresa está en capacidad de atender sus pasivos financieros indexados a títulos valores con activos de la misma naturaleza.

3.1.1.2 Indicadores de Competitividad

De los indicadores de Competitividad se escogerán aquellos que, a través de las cuentas de balance, puedan medir la participación de Cada de Bolsa con respecto al sistema.

Participación en el Activo: Busca medir la participación de cada Casa de Bolsa con respecto al Activo Total del sistema. El tamaño de una institución financiera medida a través de sus activos, le da una ventaja competitiva con respecto a las demás instituciones, puesto que goza de economías de escala en la oferta de mejores productos y servicio que pueda brindar.

Participación en Activos Financieros Directos: Mide la cuota de mercado de la Casa de Bolsa, en Activos Financieros Directos. Si una Casa de Bolsa tiene un alto nivel de participación en los Activos Financieros Directos con respecto al sistema, lo coloca en mejor posición ante sus competidores.

3.1.2 Asignación de Ponderaciones

El método CAMEL está compuesto por 5 factores a ser analizados (Adecuación de Capital, Calidad de Activos, Gerencia, Rentabilidad y Liquidez), y cada uno de ellos tiene una ponderación que van a definir la valoración de esta sección. A su vez, cada uno de estos 5 factores están compuestos por indicadores financieros, los cuales también tienen una ponderación individual.

Finalmente, los 5 aspectos del CAMEL, van a tener una valoración de 80% sobre la calificación final, y el 20% restante será definido por los indicadores de Competitividad.

Es importante señalar que todas las ponderaciones impuestas a cada indicador fueron establecidas a criterio de los autores del presente estudio, junto con algunos analistas expertos en la materia[22]. Para el proceso de asignación de cada uno de los 5 factores a ser evaluados, se tomaron en cuenta los siguientes criterios:

La **Adecuación del Capital** es importante, dado al crecimiento que se ha registrado en los activos del sistema en los últimos períodos, por lo que las Casas de Bolsa tendrán que ir ajustando sus índices patrimoniales exigidos por la Comisión Nacional de Valores. Además, una Casa de Bolsa que se encuentre mejor capitalizada, será más sólida ante eventos adversos, debido a que gran parte de sus activos estarán respaldados con capital propio y no a través de financiamiento, lo que le brinda una mayor estabilidad financiera. En esta sección se evalúa el índice de financiamiento, cuyo valor máximo está regulado por la Comisión Nacional de Valores en una relación de ocho (8) veces el tamaño de los Activos Financieros Directos con respecto al Patrimonio[23].

---

[22] Pedro El Kaouli, Director Fitch Rating de Venezuela; María Magaldi, Director Softline Ratings.

[23] Actualmente, el valor máximo de este indicador establecido por el ente regulador es de dos (2); sin embargo, dado que el presente estudio se basa en la legislación vigente al 31 de

Dado que la **Calidad del Activo** está analizada como las proporciones de activos que generan beneficios en contraste con otras cuentas de balance, se le asigna una ponderación importante en comparación con los demás factores, debido a que si una Casa de Bolsa presenta mejores puntuaciones en este factor de evaluación, la misma se encontrará en mejor capacidad de protegerse ante situaciones adversas, y por lo tanto menor será su exposición al riesgo.

La calidad de la **Gerencia** en toda empresa es un factor importante a ser evaluado en cualquier calificación de riesgo, dado que un buen manejo de los recursos eleva la probabilidad de obtener mayores ganancias y a su vez menores niveles de riesgo. Elevados niveles en los gastos operacionales en contraste con el tamaño de la institución, implica menores niveles de eficiencia operacional y por lo tanto menores tasas de rentabilidad, es por ello que, la calidad gerencial medida por los gastos operacionales tiene un peso importante en la evaluación de riesgo de las Casas de Bolsa. Igualmente, se toman en cuenta la proporción de los ingresos provenientes de comisiones, honorarios y otros ingresos con respecto al resultado neto.

Elevados niveles de **Rentabilidad** en las operaciones que realiza una institución financiera permiten el crecimiento de sus activos. Unos altos niveles de rentabilidad coloca en mejor situación financiera a cualquier Casa de Bolsa,

---

diciembre de 2009, se utiliza la relación de ocho (8), ya que era el valor máximo fijado para tal fecha.

dado que es posible elevar los niveles de capital y por lo tanto posicionarse mejor ante un evento adverso que afecte las operaciones de la misma.

Los indicadores de **Liquidez** tienen una menor ponderación, pero no por ello dejan de ser importantes. En primer lugar, en situaciones de elevados niveles de liquidez en la economía, es común que las instituciones financieras presenten igualmente altos niveles de liquidez. Es por ello, que esta ponderación debe ser revisada periódicamente, para ajustarla al entorno económico. La liquidez en este caso se mide a través de indicadores de solvencia a corto plazo, es por ello que se toman en cuenta las capacidades que tienen las Casas de Bolsa para atender obligaciones a corto plazo con activos más líquidos.

En la Tabla 2, se muestran las ponderaciones para cada factor CAMEL con sus respectivos indicadores:

Tabla 2. Ponderaciones de cada criterio del CAMEL y sus indicadores

ADECUACIÓN DE CAPITAL	
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	30%
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	20%
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos Financieros Directos	20%
Pasivos Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	30%
Total	**100%**
	Ponderación 30%

CALIDAD DE ACTIVO	
Brecha Estructural	40%
Activo improductivo / Activo total	25%
Activos productivos / Pasivos con costo	35%
Total	**100%**
	Ponderación 25%

GERENCIA	
Gastos operativos / Activo total promedio	20%
Gastos de personal / Activo total promedio	20%
Gastos financieros / Ingresos financieros	20%
Honorarios Comisiones y Otros Ingresos / Resultado en Operaciones Financieras	40%
Total	**100%**
	Ponderación 20%

RENTABILIDAD	
Margen financiero neto / Activo total promedio	20%
ROA	30%
ROE	20%
Margen Financiero implícita	30%
Total	**100%**
	Ponderación 15%

LIQUIDEZ	
Disponibilidad + Portafolio PIC/ Pasivos Corto Plazo	30%
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	20%
Activos total / Pasivo total	20%
Activos Financieros Indexados / Pasivos Financieros Indexados	30%
Total	**100%**
	Ponderación 10%

Con respecto a los indicadores de Competitividad, estos buscan medir la participación en el sistema de Casas de Bolsa venezolana de cada institución en lo que respecta al Activo Total y Activos Financieros Directos. La finalidad de evaluar este último indicador, es medir el porcentaje de participación que tiene la Casa de Bolsa en estudio con respecto al sistema en los principales activos financieros ofrecidos por estas instituciones, y a mayor participación tenga, más competitiva y mejor posicionada se encontrará con respecto a sus competidores. Como se menciona anteriormente, los indicadores de Competitividad van a tener un peso en la calificación final de 20%. En la Tabla 3, se muestran los indicadores de Competitividad y sus ponderaciones respectivas.

Tabla 3. Ponderaciones de Indicadores de Competitividad.

COMPETITIVIDAD	
Participación en activos	50%
Participación en Activos Financieros Directo	50%
Total	**100%**
	Ponderación de Competitividad 20%

3.1.3 Asignación de puntuaciones

Una vez calculados los indicadores, se procede a asignar puntuaciones, de acuerdo a una escala que va del 1 al 5. Dichas puntuaciones vienen dadas de la comparación del resultado de cada uno de los indicadores con el promedio del mercado, a través de una medida de dispersión conocida como "desviación típica o estándar", que se simboliza con la letra griega σ y estadísticamente se

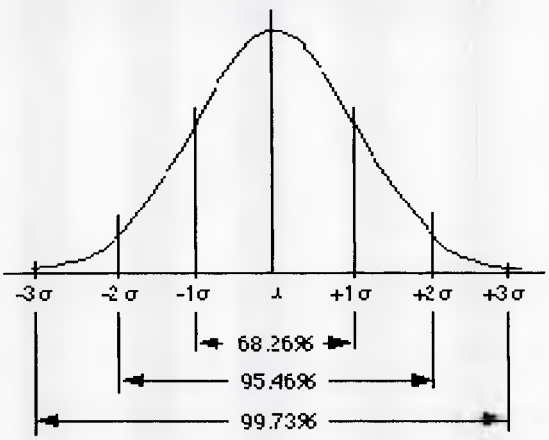
define *como "la raíz cuadrada positiva del promedio aritmético de los cuadrados de los desvíos de los valores con respecto a su media aritmética"* (López Casuso, 1984). *Su valor se encuentra en relación directa con la dispersión de los datos, de tal forma* que a mayor dispersión de ellos, mayor desviación típica, y a menor dispersión, menor desviación típica.

La fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(x_i - \bar{x})^2}$$

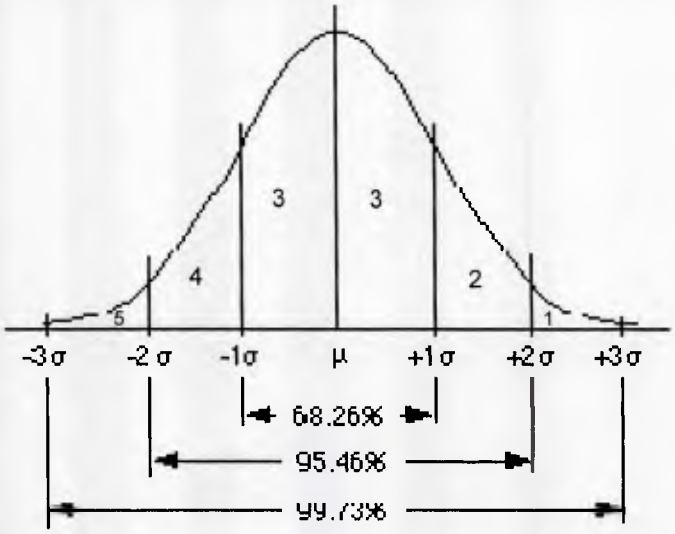
La mayor utilidad de la desviación típica se presenta en una distribución normal, ya que se conoce que en el intervalo determinado por μ ± σ se encuentra el 68,26 por ciento de los datos de la serie; en el intervalo determinado por μ ± 2σ, se encuentra el 95,46 por ciento de los datos, mientras que el 99,73% de los datos se encuentran en el intervalo μ ± 3σ (Ver Gráfico 3).

Grafico 3. Distribución normal



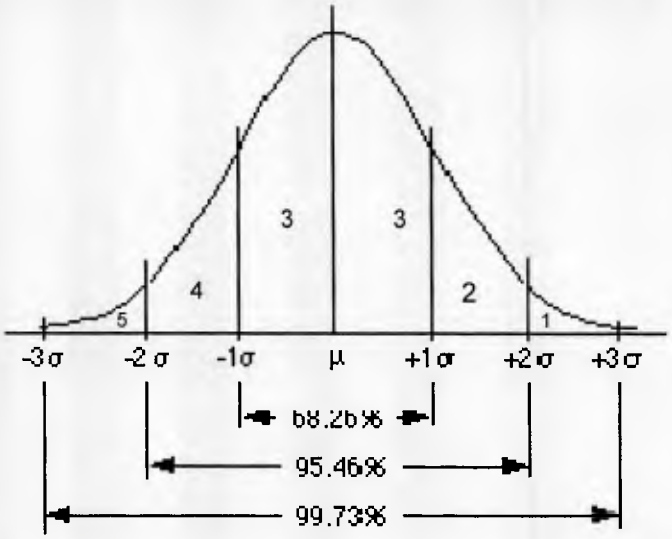
Para cada indicador se establecen rangos según los cuales una Casa de Bolsa asume menor o mayor riesgo de acuerdo a una escala que va del 1 al 5, donde 1 es considerado como el mejor puntaje posible (menor riesgo) mientras que 5 sería el peor (mayor riesgo), es decir, mientras más alto sea el resultado del indicador evaluado mejor. (Véase Gráfico 4).

Gráfico 4. Sistema de puntuaciones. (Mayor-mejor)



Sin embargo, existe indicadores donde la escala se valora a la inversa, es decir, mientras menor sea el valor del indicador mejor y se le otorgara el puntaje 1 (menor riesgo) y mientras mayor sea peor, como es el caso de Gastos Operativos / Activo Total Promedio. En estos casos se invertirán las puntuaciones en los rangos de la distribución normal. (Véase Gráfico 5).

Gráfico 5 Sistema de puntuaciones. (Menor-mejor)



- Los datos que se encuentren en el intervalo μ ± σ, se consideran normales con relación al grupo estudiado (en el caso del presente estudio correspondería una puntuación de 3)
- Los datos que se encuentren por encima del intervalo μ+σ se consideran supranormales por lo que se les otorga puntuación máxima (1-2).
- Los datos que se encuentren por debajo del intervalo μ-σ se consideran infranormales por lo que se les otorga una puntuación mínima (4-5).

Tabla 4.Criterios de calificación del modelo CAMEL

VALORACIÓN INDICADORES CAMEL

Rangos	Mayor – mejor	Menor – mejor
[μ +2σ, +∞]	1	5
[μ +1σ, μ +2σ]	2	4
[μ -σ, μ +σ]	3	3
[-2σ, -1σ]	4	2
[-∞, -2σ]	5	1

Fuente: (Villa, 2002)

Tabla 5. Descripción de puntuación CAMEL

CALIFICACIÓN CAMEL	DESCRIPCIÓN
1	Instituciones financieras con una calificación de 1, son aquellas que se consideran sanas y que en general tienen individuales calificaciones de sus indicadores entre 1 y 2.
2	Instituciones financieras con una calificación de 2, son aquellas que fundamentalmente están sanas, pero que presentan pequeñas debilidades. En general, las calificaciones individuales de sus indicadores no deben superar el orden de 3.
3	Instituciones financieras con una calificación de 3, son aquellas que presentan debilidades financieras, operacionales o de acatamiento, generando cierto grado de preocupación para la supervisión. Por lo cual, uno o más de los indicadores que originaron la calificación deben ser analizados.
4	Instituciones financieras con una calificación de 4, son aquellas que muestran inseguras e insanas prácticas y condiciones. Es decir, presentan serias debilidades financieras que pueden resultar en un manejo insatisfactorio de la entidad.
5	Instituciones financieras con una calificación de 5, son aquellas que muestran extremadas prácticas y condiciones inseguras e insanas. Las instituciones en este grupo representan un riesgo significativo para el fondo de seguro de depósito y su probabilidad de quiebra es muy alta.

Fuente: Federal Reserve Comercial Bank. Examiation Manual. Citado por: Gilbert, R. Alton; MEYER, Andrew P. y VAUGHAN , Mark D. The Role of a CAMEL Downgrade Model in Bank Surveillance. Working Paper Series. The Federal Reserve Bank of St. Lois. August 2000.

Es indispensable aclarar que este sistema de puntuación es aplicable tanto para los indicadores financieros como para los indicadores de competitividad.

Con la implementación de esta técnica se busca establecer qué tan alejados se encuentran los indicadores de cada Casa de Bolsa con respecto al promedio del sector, para identificar entidades sólidas y débiles. Como el principal objetivo del modelo CAMEL es alertar posibles situaciones de crisis, la labor debe enfocarse primordialmente a revisar la evolución de aquellas instituciones que se ubican por encima de 3.

3.1.4 Sistema de valoraciones

El sistema de valoración es el proceso mediante el cual se va a obtener la calificación final de cada institución. Comprende desde la obtención de los valores individuales de cada índice hasta la obtención del valor final que se le otorga a la Casa de Bolsa sometida a estudio. El sistema de valoraciones comprende los siguientes pasos:

1. Obtención de los **Valores Individuales**, los cuales resultan de la multiplicación de la puntuación que obtuvo el índice por su respectiva ponderación indicada en la Tabla 2.

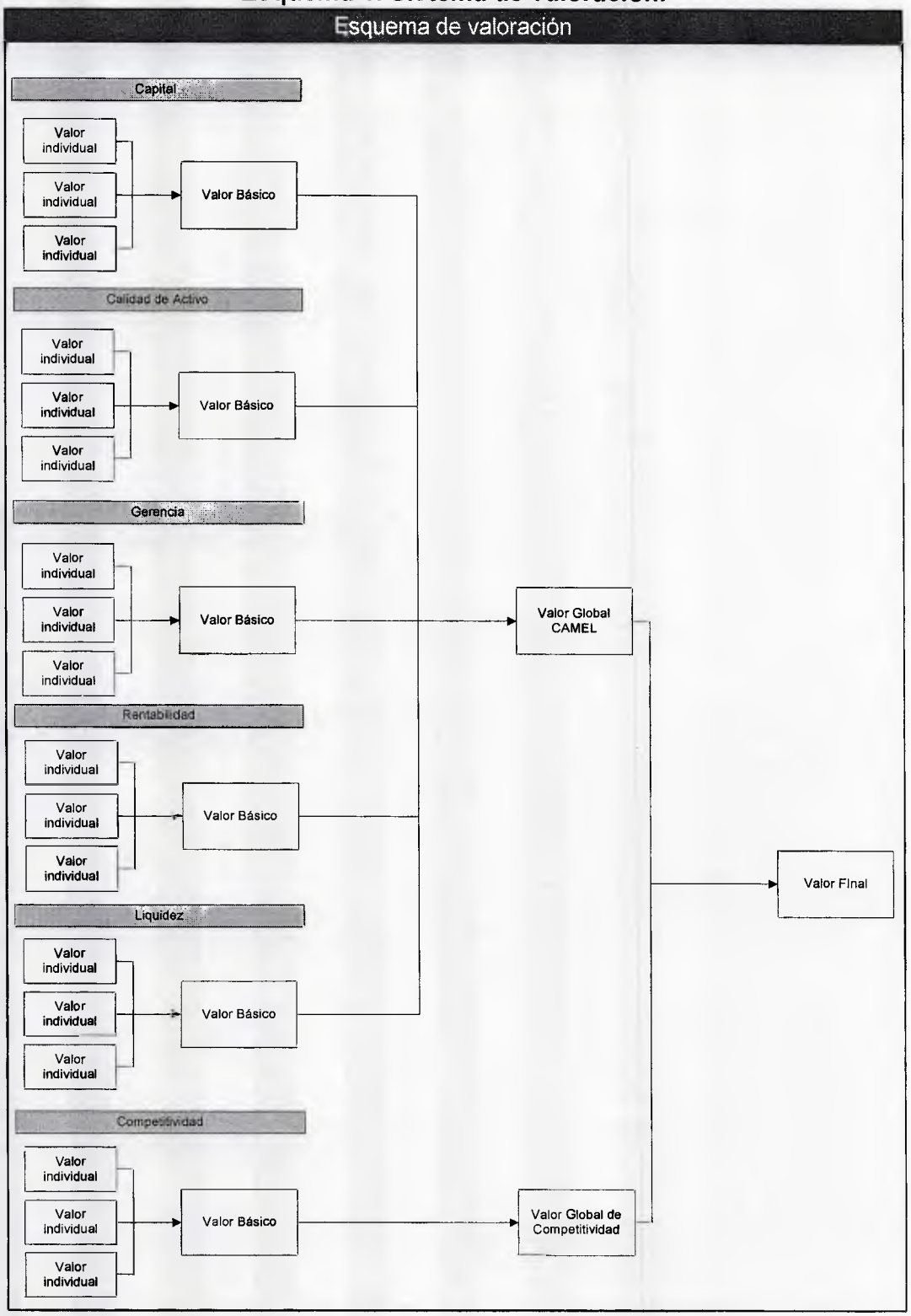
2. Una vez obtenidos los Valores Individuales, se suman y se multiplican por la ponderación asignada a cada área obteniendo así los **Valores Básicos**.

3. Cada Valor Básico se multiplica por la ponderación establecida a los elementos CAMEL y de Competitividad respectivamente, obteniendo así la **Valoración Global CAMEL** y la **Valoración Global de Competitividad.**

4. Luego se suma la Valoración Global Camel y la Valoración Global de Competitividad y se obtiene la **Valoración Final** de la institución que está siendo evaluada.

El sistema de valoración sigue el siguiente esquema

Esquema 1. Sistema de valoración.



3.1.5 Obtención de calificación según su riesgo

La Puntuación Final es un adecuado nivel de referencia para medir el riesgo al que están expuestas las Casas de Bolsa venezolanas, y así, poder enlistarlas de las menos a las más riesgosas; sin embargo, al querer darle un significado en términos de comparación, estas Puntuaciones Finales se agrupan en rangos que responden a cinco niveles de riesgo distintos y que se clasifican con cinco diferentes letras.

La Puntuación Final que puede obtener una Casa de Bolsa se mueve en un rango del uno al cinco [1,5] y el número de niveles de riesgo a evaluar son cinco (5), es decir, los rangos para cada nivel de riesgo están compuestos por intervalos de 0.8.

Tabla 6. Conversión de puntuación final a rating

Puntuación Final	Rating	Nivel de Riesgo
[1; 1,8)	A	BAJO
[1,8; 2,6)	B	BAJO MEDIO
[2,6; 3,4)	C	MEDIO
[3,4; 4,2)	D	MEDIO ALTO
[4,2; 5]	E	ALTO

A continuación se muestra la definición de cada uno de los Ratings:

Rating A (Nivel de riesgo Bajo)

Casas de Bolsa cuyos compromisos y obligaciones con sus clientes tienen la mínima expectativa de riesgo, el manejo y control operacional es excepcional, la capacidad de cumplimiento puntual en términos contractuales de las operaciones es excelente, de tal forma que existe la mínima probabilidad de que cambios adversos en las condiciones económicas, o financieras incrementen de modo significativo el riesgo a dichas instituciones.

Rating B (Nivel de riesgo Bajo Medio)

Casas de Bolsa cuyos compromisos y obligaciones con sus clientes tienen una baja expectativa de riesgo, el manejo y control operacional es bueno, la capacidad de cumplimiento puntual en términos contractuales de las operaciones es adecuada, aunque esta capacidad puede verse alterada por cambios adversos en las condiciones económicas o financieras, aumentando así el riesgo al que están expuestas.

Rating C (Nivel de riesgo Medio)

Casas de Bolsa en donde existe la posibilidad de riesgo de incumplimiento con sus clientes, especialmente como resultado de cambios adversos en las condiciones económicas y mal manejo y control operacional; sin embargo

tienen opciones de negocio que pueden hacer que los compromisos de pago se cumplan.

Rating D (Nivel de riesgo Medio Alto)

Este Rating indica que existe un riesgo de incumplimiento significativo, pero que aún existe un margen de seguridad. Los compromisos de pago se están cumpliendo en la actualidad; sin embargo, la capacidad para seguir haciéndolo depende en gran medida en el mantenimiento de un entorno económico, financiero y operacional favorable.

Rating E (Nivel de riesgo Alto)

Casas de Bolsa que son calificadas con un Rating E poseen un riesgo de incumplimiento inminente. La capacidad de pago depende únicamente de sucesos económicos o financieros favorables y en el mantenimiento de los mismos durante el tiempo.

CAPÍTULO 4. APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA PROPUESTA

4.1 Selección de la muestra

Del conjunto de instituciones intermediarias del mercado de capitales venezolano se toman, para la aplicación de la metodología de asignación de ratings, el total de Casas de Bolsa que componen el sistema, las cuales están representadas por un número de 47 Casas de Bolsa para el corte contable del 31 de Diciembre del 2009.

Uno de los supuestos que establece la metodología implementada es que el resultado de los indicadores propuestos se comportan como una distribución normal y siguiendo lo que establece el teorema del límite central[24] el cual indica que, en condiciones muy generales, la distribución de la suma de variables aleatorias tiende a una distribución normal cuando la cantidad de variables es muy grande. Debido a dicho planteamiento se toma como muestra el total de Casas de Bolsa del sistema por considerarse lo suficientemente grande para asegurar una mejor precisión de los resultados.

Los periodos contables tomados para la aplicación de la metodología diseñada en este trabajo fueron los correspondientes a los años 2008 y 2009

[24] Para una demostración de este teorema ver R. Lopez. Casuso 1984 pp 245 y siguientes

Para efectuar los análisis correspondientes con el fin de obtener la calificación final, se toma la información de los estados financieros anualizados de estas instituciones, usando el promedio de los dos períodos en estudio (años 2008 y 2009) y se realiza una evaluación financiera aplicando los índices explicados en el capítulo anterior. Los Estados Financieros de las Casas de Bolsas venezolanas son de dominio público[25], y los mismos deben ser publicados siguiendo las Normas Relativas a la Información Periódica u Ocasional[26] que establece la Comisión Nacional de Valores cada seis meses dentro de los 90 días siguientes al cierre del ejercicio económico semestral.

4.2 Implementación del método

A continuación se aplican los pasos que se deben seguir para la construcción del modelo de calificación desarrollados en el capítulo anterior, los cuales en conjunto permitirán realizar un análisis financiero de medición de riesgo a las Casas de Bolsa Venezolanas.

Con el fin de desarrollar paso a paso cada área de dicho modelo de calificación, se toma como ejemplo una Casa de Bolsa del sistema seleccionada aleatoriamente. Posteriormente se expondrán los resultados obtenidos de la aplicación de esta metodología a una muestra aleatoria de 13 Casas de Bolsa, lo cual permitirá hacer un análisis comparativo entre ellas.

---

[25] Para la recolección de esta información se utiliza el software "Sistema Automatizado de Información financiera" (S.A.I.F) el cual recoge información de los estados financieros publicados por la Comisión Nacional de Valores.

[26] Artículo 32 de las mencionadas normas

Una vez obtenidos los resultados de los indicadores propuestos, se procede a construir el sistema de puntuaciones, el cual toma como referencia la media (μ) y la desviación típica (σ) del total de la muestra, cuyos resultados se muestran en la Tabla 7.

Tabla 7- Media y Desviación típica

ÍNDICES	MEDIA (μ)	DESVIACIÓN (σ)
ADECUACIÓN DE CAPITAL		
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	0,384	0,304
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	13,328	21,790
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos financieros directos	3,041	7,600
Pasivo Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	4,216	3,944
CALIDAD DE ACTIVO		
Brecha Estructural	0,425	0,333
Activo improductivo / Activo total	0,071	0,076
Activos productivos / Pasivos con costo	15,045	43,532
GERENCIA		
Gastos operativos / Activo total	0,104	0,171
Gastos de personal / Activo total	0,050	0,100
Gastos financieros / Ingresos financieros	0,666	1,093
Honorarios Comisiones / Resultado en Operaciones Financieras	0,640	0,699
RENTABILIDAD		
Margen financiero neto / Activo total	0,006	0,218
Resultado neto / Activo total	0,034	0,204
Resultado neto / Patrimonio total	0,304	0,635
Margen financiero implícito	0,020	0,084
LIQUIDEZ		
Disponibilidad + Portafolio de Inversiones PIC / Pasivos corto plazo	3,168	8,161
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	1,571	4,209
Activos total / Pasivo total	5,689	12,816
Activos financieros indexados / Pasivos financieros indexados	1,641	4,238
COMPETITIVIDAD		
Participación en activos	0,021	0,045
Participación en Activos Financieros Directos	0,029	0,032

Fuente: S.A.I.F. Cálculos propios

La importancia del cálculo de la media y desviación para cada indicador viene dada por el hecho de que a partir de éstas se procederá a construir los rangos sobre los cuales se realiza el sistema de puntuaciones.

Dependiendo de la naturaleza del cada indicador, ya sea que obteniendo un mayor resultado se le otorga una mayor puntación, o al contrario, con un menor resultado se le otorga una mayor puntuación, se construyen los rangos con sus respectivas puntuaciones.

Para el cálculo del Valor Individual de cada indicador de una Casa de Bolsa, se toma como referencia los rangos que se establecen a continuación en las Tablas 8 y 9,los cuales se usan para la asignación de las puntuaciones.

Tabla 8. Rangos establecidos para el sistema de puntuaciones

(Mayor resultado, mayor puntuación)

ÍNDICES	5	4	3	2	1
ADECUACIÓN DE CAPITAL	(-∞; μ-2σ)	(μ-2σ; μ-σ]	(μ-σ; μ+σ]	(μ+σ; μ+2σ]	(μ+2σ; +∞]
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	(-∞; -0,223]	(-0,223; 0,080]	(0,080; 0,688]	(0,688; 0,991]	(0,991; +∞)
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	(-∞; -30,252]	(-30,252; -8,462]	(-8,462; 35,118]	(35,118; 56,908]	(56,908; +∞)
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos financieros directos	(-∞; -12,160]	(-12,160; -4,560]	(-4,560; 10,641]	(10,641; 18,242]	(18,242; +∞)
CALIDAD DEL ACTIVO					
Brecha Estructural	(-∞; -0,240]	(-0,240 0,093]	(0,093; 0,758]	(0,758; 1,090]	(1,090; +∞)
Activos productivos / Pasivos con costo	(-∞; -72,018]	(-72,018 -28,486]	(-28,486; 58,577]	(58,577; 102,109]	(102,109; +∞)
GERENCIA					
Honorarios Comisiones / Resultado en Oper. Financieras	(-∞; -0,758]	[-0,758; -0,059]	[-0,059; 1,340]	[1,340; 2,039]	(2,039; +∞)
RENTABILIDAD					
Margen financiero neto / Activo total	(-∞; -0,431]	(-0,431; -0,213]	(-0,213; 0,224]	(0,224; 0,442]	(0,442; +∞)
Resultado neto / Activo total	(-∞; -0,373]	(-0,373; -0,169]	(-0,169; 0,238]	(0,238; 0,442]	(0,442; +∞)
Resultado neto / Patrimonio total	(-∞; -0,965]	(-0,965; -0,330]	(-0,330; 0,939]	(0,939; 1,574]	(1,574; +∞)
Margen financiero implícito	(-∞; -0,147]	(-0,147; -0,064]	(-0,064; 0,104]	(0,104; 0,188]	(0,188; +∞)
LIQUIDEZ					
Disponibilidad + Portafolio de Inversiones PIC / Pasivos corto plazo	(-∞; -13,154]	(-13,154; -4,993]	(-4,993; 11,329]	(11,329; 19,490]	(19,490; +∞)
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	(-∞; -6,846]	(-6,846; -2,637]	(-2,637; 5,780]	(5,780; 9,989]	(9,989; +∞)
Activos total / Pasivo total	(-∞; -19,943]	(-19,943; -7,127]	(-7,127; 18,505]	(18,505; 31,321]	(31,321; +∞)
Activos financieros indexados / Pasivos financieros indexados	(-∞; -6,834]	(-6,834; -2,597]	(-2,597; 5,878]	(5,878; 10,116]	(10,116; +∞)
COMPETITIVIDAD					
Participación en activos	(-∞; -0,070]	(-0,070; -0,025]	(-0,025; 0,066]	(0,066; 0,112]	(0,112 +∞)
Participación en Activos Financieros Directos	(-∞; -0,035]	(-0,035; -0,003]	(-0,003; 0,061]	(0,061; 0,093]	(0,093 +∞)

Tabla 9. Rangos establecidos para el sistema de puntuaciones

(Mayor resultado, mayor puntuación)

ÍNDICES	1	2	3	4	5
ADECUACIÓN DE CAPITAL	(-∞; μ-2σ)	[μ-2σ; μ-σ)	[μ-σ; μ+σ)	[μ+σ; μ+2σ)	[μ+2σ; +∞)
Pasivo Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	(-∞; -3,673)	[-3,673; 0,271)	[0,271; 8,160)	[8,160; 12,105)	[12,105; +∞)
CALIDAD DEL ACTIVO					
Activo improductivo / Activo total	(-∞; -0,080)	[-0,080; -0,004)	[-0,004; 0,147)	[0,147; 0,222)	[0,222; +∞)
GERENCIA					
Gastos operativos / Activo total	(-∞; -0,237)	[-0,237; -0,067)	[-0,067; 0,274)	[0,274; 0,445)	[0,445; +∞)
Gastos de personal / Activo total	(-∞; -0,151)	[-0,151; -0,050)	[-0,050; 0,150)	[0,150; 0,251)	[0,251; +∞)
Gastos financieros / Ingresos financieros	(-∞; -1,519)	[-1,519; -0,426)	[-0,426; 1,759)	[1,759; 2,852)	[2,852; +∞)

Para una mejor explicación del sistema de puntuaciones se toma como referencia Bencorp Casa de Bolsa, a la cual se le calculan los respectivos indicadores y se le otorgan las puntuaciones que le corresponden. (Véase tabla 10).

Tabla 10. Puntuaciones otorgadas a Bencorp Casa de Bolsa

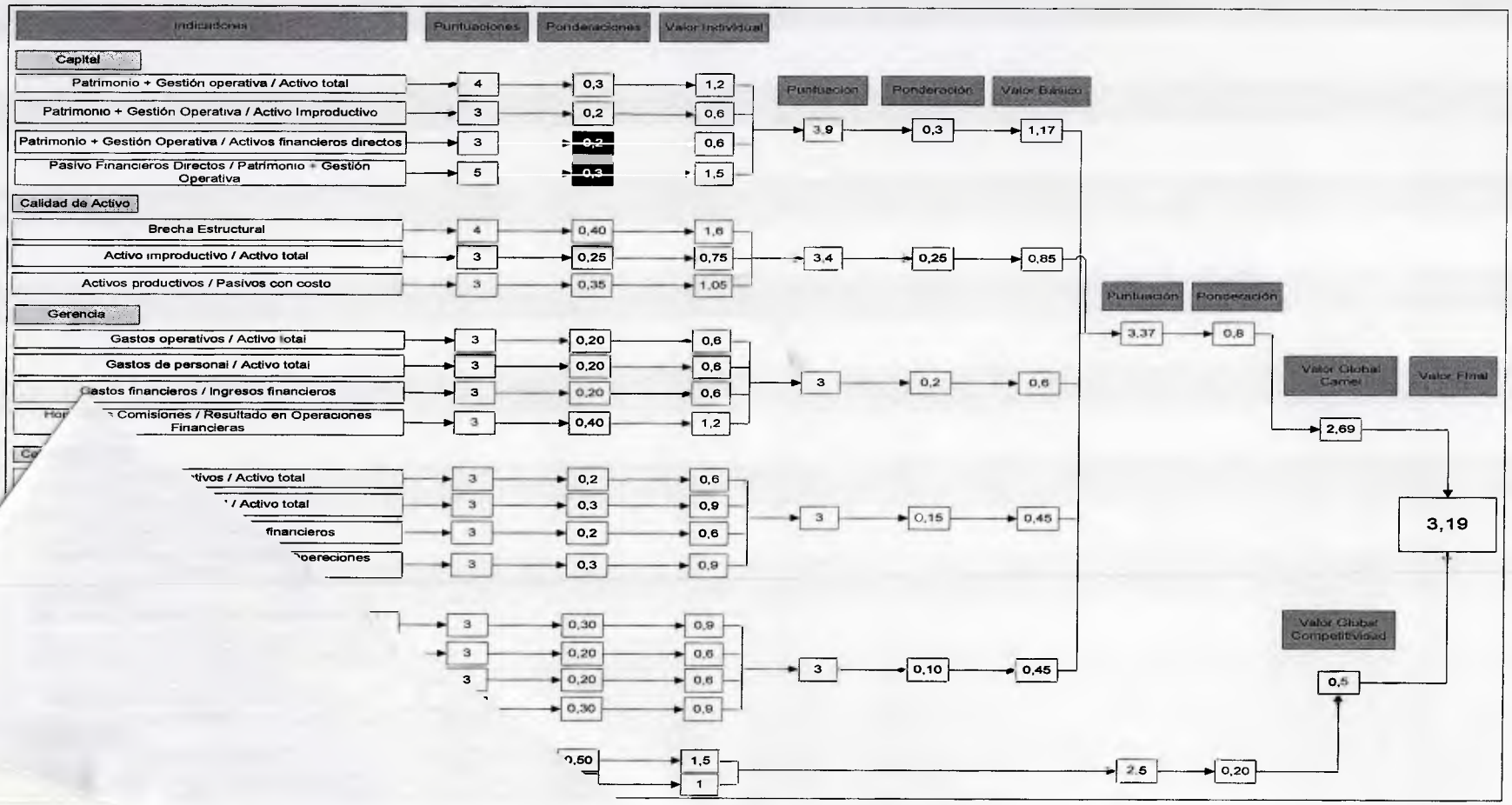
BENCORP CASA DE BOLSA	PUNTUACIONES
ÍNDICES	
ADECUACIÓN DE CAPITAL	
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	4
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	3
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos financieros directos	3
Pasivo Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	5
CALIDAD DEL ACTIVO	
Brecha Estructural	4
Activo improductivo / Activo total	3
Activos productivos / Pasivos con costo	3
GERENCIA	
Gastos operativos / Activo total	3
Gastos de personal / Activo total	3
Gastos financieros / Ingresos financieros	3
Honorarios Comisiones / Resultado en Operaciones Financieras	3
RENTABILIDAD	
Margen financiero neto / Activo total	3
Resultado neto / Activo total	3
Resultado neto / Patrimonio total	3
Margen financiero implícito	3
LIQUIDEZ	
Disponibilidad + Portafolio de Inversiones PIC / Pasivos Corto Plazo	3
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	3
Activos total / Pasivo total	3
Activos financieros indexados / Pasivos financieros indexados	3
COMPETITIVIDAD	
Participación en activos	3
Participación en Activos Financieros Directos	2

Fuente: SAIF. Cálculos Propios

Una vez obtenidas las puntuaciones, se procede a realizar el sistema de valoraciones siguiendo el Esquema 1 explicado anteriormente, el cual permite la obtención de la Valoración Final de la institución en estudio.

Para el caso particular de Bencorp Casa de Bolsa los resultados obtenidos se presentan en el Esquema 2

Esquema 2. Sistema de valoración, Bencorp Casa de Bolsa



Una vez calculado el Valor Final, se procede a obtener la calificación según el riesgo al que está expuesta la Casa de Bolsa en estudio, siguiendo los rangos establecidos en la Tabla 6

El Valor Final obtenido para Bencorp Casa de Bolsa en el período de estudio (años 2008 y 2009) es de 3,19, lo cual le otorga un Rating "C", el cual corresponde a un nivel de riesgo medio, lo que significa que en esta Casa de Bolsa existe la posibilidad de riesgo de incumplimiento con sus clientes especialmente como resultado de cambios adversos en las condiciones económicas y mal manejo y control operacional.

Este procedimiento se aplicó a la muestra de 13 Casas de Bolsa venezolanas elegidas aleatoriamente con el fin de elaborar un sistema de Rating el cual permite hacer un análisis comparativo entre las mismas (Véase Tabla 11).

Tabla 11 Conversión puntuación final a Rating

CASA DE BOLSA	VALOR FINAL	RATING	NIVEL DE RIESGO
Econoinvest	2,75	C	Medio
BOD Valores	2,80	C	Medio
Bancaribe	3	C	Medio
Caja Caracas	3	C	Medio
Equivalores	3	C	Medio
Finalca	3	C	Medio
BFC	3	C	Medio
Italbursatil	3	C	Medio
Banexpress	3	C	Medio
Financorp	3,08	C	Medio
Bencorp	3,19	C	Medio
Activalores	3,22	C	Medio
Interacciones	3,32	C	Medio

Fuente: SAIF. Cálculos Propios

4.3 Análisis de los resultados

Como se observa en los resultados obtenidos aplicando la metodología propuesta, la mayoría de Casas de Bolsa evaluadas presentan una calificación "C", la cual implica un nivel de riesgo medio. Sin embargo esta igualdad en la calificación parece no reflejar la verdadera situación financiera de las instituciones, ya que entidades que presentan mejores indicadores, en contraste con otras, se les otorga el mismo nivel de riesgo.

Un ejemplo de esta afirmación se puede observar al comparar los indicadores de liquidez (Activo Financiero Directo/ Pasivo Financiero Directo) de Econoinvest Casa de Bolsa y Bancaribe Casa de Bolsa, los cuales arrojaron valores de 0,18 y 1,14[27] respectivamente, lo que indica que Bancaribe presenta unos mejores niveles de liquidez, para el período en estudio, en comparación con Econoinvest; sin embargo a ambos se les otorga una puntuación de 3[28].

Así mismo, al comparar el indicador de Adecuación de Capital (Patrimonio+ Gestión Operativa/ Activo Financiero Directo) entre Bencorp Casa de Bolsa y Caja Caracas Casa de Bolsa, para el período en estudio, se puede observar que esta última presenta un mejor respaldo de sus Activos Financieros

[27] Véase Anexo 1
[28] Véase Anexo 2 y 9

Directos con capital propio (68%)[29], en contraste con Bencorp, la cual respalda sus Activos Financieros Directos con apenas un 9% de capital propio; sin embargo a ambas se les otorga una puntuación de 3[30] para este indicador en específico.

Estas incongruencias se pueden atribuir a la heterogeneidad en los datos que se emplean para el cálculo de los indicadores, lo cual trae como consecuencia altas desviaciones para la mayoría de estos (Véase tabla 6). Dado que los rangos establecidos para el sistema de puntuaciones se construyen a partir de las desviaciones típicas (σ), los mismos resultan ser muy amplios[31] lo que trae como consecuencia que una gran mayoría de los resultados tiendan a ubicarse en un mismo rango y por lo tanto obtengan una misma puntuación.

Realizando un análisis comparativo entre las calificaciones obtenidas por esta metodología y las otorgadas por algunas agencias calificadoras de riesgo venezolanas para los años 2008 y 2009, se pueden observar algunas diferencias en los resultados obtenidos, los cuales se exponen a continuación:

[29] Véase Anexo 1
[30] Véase Anexo 4
[31] Véase Tabla 7

Tabla 12.Calificaciones otorgadas por las principales calificadoras de riesgo

CASA DE BOLSA	RATING	SOFTLINE RATING	FITCH RATING
Econoinvest	C	N/A	B
Bancaribe	C	N/A	A
Italbursatil	C	B	B
Banexpres	C	B	N/A
BFC	C	N/A	B
Caja Caracas	C	B	N/A

Fuente: Comisión Nacional de Valores y cálculos propios.

Según los resultados obtenidos para esta muestra de seis (6) Casas de Bolsa mediante la metodología desarrollada en el presente estudio, indican que las mismas presentan un nivel de riesgo Medio identificado con la letra "C"; el cual representa instituciones en las cueles existe la posibilidad de riesgo de incumplimiento con sus clientes especialmente como resultado de cambios adversos en las condiciones económicas y mal manejo y control operacional. Sin embargo, para las Casas de Bolsa Italbursatil, Banexpres, Caja Caracas, Econoinvest y BFC las cuales fueron evaluadas por Agencias Calificadoras de Riesgo venezolanas, obtuvieron un rating "B" correspondiente a instituciones que presentan una buena capacidad de pago

a sus clientes pero susceptibles a ser afectadas, en forma moderada, ante eventuales cambios en el sector o en la economía en general[32].

Así mismo instituciones como Bancaribe Casa de Bolsa obtuvieron un una calificación representada con la letra "A" correspondiente a instituciones con muy buena capacidad de pago de capital e intereses, la cual no se ve significativamente afectada ante eventuales cambios en el sector al cual pertenece o en la economía en general.

El criterio de competitividad el cual se le añadió a los cinco componentes de la metodología CAMEL no fue relevante en la obtención del valor final, ya que el mercado está concentrado en un grupo muy reducido de instituciones[33], lo que hace que las entidades restantes no posean ventajas competitivas entre ellas.

[32] Normas relativas a la autorización de las sociedades calificadoras de riesgo y al registro de las mismas. Comisión Nacional de Valores, artículos 19 y 20.
[33] El 51% de los activos del sistema distribuidos entre cinco (5) Casas de Bolsa; igualmente estas poseen el 43% de la totalidad de los Activos Financieros directos del sistema.

CONCLUSIONES

Estudiando los conceptos fundamentales planteados en el marco teórico del presente trabajo, y aplicando la metodología de calificación de riesgo bancaria (CAMEL) a las Casas de Bolsa venezolanas se llegó a las siguientes conclusiones:

1. El modelo CAMEL incluye las variables más relevantes, intrínsecas a una entidad bancaria, a ser tomadas en cuenta al momento de realizar una evaluación financiera. Sin embargo el aplicar esta metodología a Casas de Bolsa venezolanas parece no tener la misma calidad de análisis, ya que el comportamiento de las variables incluidas en el modelo presentan resultados muy heterogéneos, alterando de manera significativa las desviaciones con respecto al promedio del sistema, trayendo como consecuencia, amplios rangos sobre los cuales son asignadas las puntuaciones.

2. En vista de lo expuesto anteriormente no es posible realizar un análisis comparativo eficiente entre los diferentes niveles de riesgos a los que están expuestas las Casas de Bolsa venezolanas, dado que la mayoría presentan un mismo nivel de riesgo.

3. Esta metodología por poseer un enfoque de evaluación externa no permite analizar aspectos importantes de la calidad del activo, como lo es la composición de los portafolios de inversiones de estas instituciones; sin embargo este tipo de evaluación es característico de una metodología de evaluación interna.

La implementación de una metodología de análisis de riesgo bancaria (CAMEL) es aplicable al sistema de Casas de Bolsa venezolanas; sin embargo, dada las limitaciones que estas instituciones presentan, los resultados obtenidos, no poseen la misma calidad de análisis que se obtienen en el caso bancario.

RECOMENDACIONES

1. En vista de los conocimientos adquiridos y en pro de cumplir los objetivos planteados en este estudio, se recomienda realizar mejores y más avanzados criterios para el establecimiento de los rangos que determinan las puntuaciones las cuales designan los niveles de riesgo de las instituciones evaluadas.

2. Para la estabilidad de cualquier sistema financiero es necesario que exista un buen mecanismo de supervisión y control por parte de los organismos reguladores a las instituciones que lo componen, para asegurar de esta manera la disminución en la heterogeneidad de los datos y el cumplimiento de indicadores establecidos en las normativas dictadas por los mismos organismos reguladores.

3. Futuros estudios acerca de metodologías de calificación de riesgo a instituciones intermediarias del Mercado de Capitales, los cuales incluyan análisis estadísticos de las carteras de títulos valores, contenidas en los activos de las mismas, pueden mejorar la eficiencia en la medición de riesgo al que están expuestas estas instituciones.

4. En vista de las limitaciones que se evidencian en la información de los Estados Financieros de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores, se recomienda, y aprovechando los cambios en el marco legal, establecer un Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas, en donde se desglose aún más las operaciones realizadas por este tipo instituciones.

BIBLIOGRAFÍA

Ahumada, A., & Budnevich, C. (1999). *Indicadores Financieros y Clasificación de los Bancos: Un análisis estadístico multivariado.* Santiago de Chile.

Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela. (2004). *Bolpriaven.* Recuperado el 23 de julio de 2010, de http://www.bolpriaven.com/website/Cafe.asp?id=1037&p=1058&g=0

Bolsa de Valores de Caracas. (2010). *Bolsa de Valores de Caracas.* Recuperado el 3 de abril de 2010, de http://www.caracasstock.com/esp/mercado/entidades.jsp

Buniak , L. (2002). *Mejores Prácticas en Metodologías, Sistemas de Análisis y Calificación de Riesgo Bancario, Monitoreo Off Site, Indicadores de Alerta Temprana y Modelo Estadísticos Predictivos de Quiebra Bancaria.* Caracas.

Comisión Nacional de Valores . (2009). *Informe Anual 2009.* Caracas.

Comisión Nacional de Valores. (2007). *Comisión Nacional de Valores.* Recuperado el 3 de Abril de 2010, de http://www.cnv.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=b

Cortina, R. E. (2009). *METODOLOGÍA DE ASIGNACIÓN DE CUPOS DE EMISOR CON BASE AL MODELO CAMEL APLICADO A*

ENTIDADES FINANCIERAS. Cartagena: Tecnológico Comfenalco de Cartagena.

Falen, W. (2006). *Gestión de Riesgo en las Casas de Bolsa. Caso: Sociedades Agentes de Bolsa en el Perú.* Lima: Universidad del Pacífico.

Ferrín, J. (2008). *Determinación de la probabilidad de default de una cartera de crédito de una institución financiera mediante la utilización de un modelo estadístico logit.* Caracas.

Fitch Ratings. (2009). *Global Financial Institutions Rating Criteria.* New York: Fitch Rating.

Fitch Ratings. (2009). *Rating Criteria For Securities Firms.* New York: Fitch Ratings.

Fuentes, A. (2003). *Riesgo bancario y grado de concentración de los depósitos: una metodología para la clasificación de bancos con base a riesgo Venezuela.* Caracas: Tesis para optar al título de economista, UCAB.

García Estévez, P. (s.f.). *El Valor en Riesgo (VaR).* Madrid: Instituto de Empresas.

Jorion, P. (1999). *Valor en Riesgo.* Mexico DF: Mexico DF Limusa Noriega Editores.

López Casuso, R. (1984). Introducción al cálculo de probabilidades e inferencia estadística . Caracas.

Ramirez, G. (2 de marzo de 2010). *Guía conceptual de introducción a la gestión de riesgo.* Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venzuela.

Rodríguez, A. (2007). El mercado de capitales como alternativa de inversión . *Visión Gerencial*, 105-116.

Rojas-Suárez, L. (1998). *Early warning indicators of banking crises: what works for emerging markets.* Inter-American Development Bank.

Softline Ratings. (2009). *¿Cómo analizar el riesgo a un banco?* Caracas: Softline Ratings.

Softline Ratins. (2009). *Softline Rating.* Recuperado el 3 de julio de 2010, de http://www.softlineratings.com/filesup/MetodologiaCasasDeBolsa.pdf

Valores, C. N. (s.f.). *Comisión Nacional de Valores.* Recuperado el 23 de Junio de 2010, de http://www.cnv.gob.ve

Villa, M. (2002). *Un CAMEL para Bancolombia.* Medellín: Universidad EAFIT.

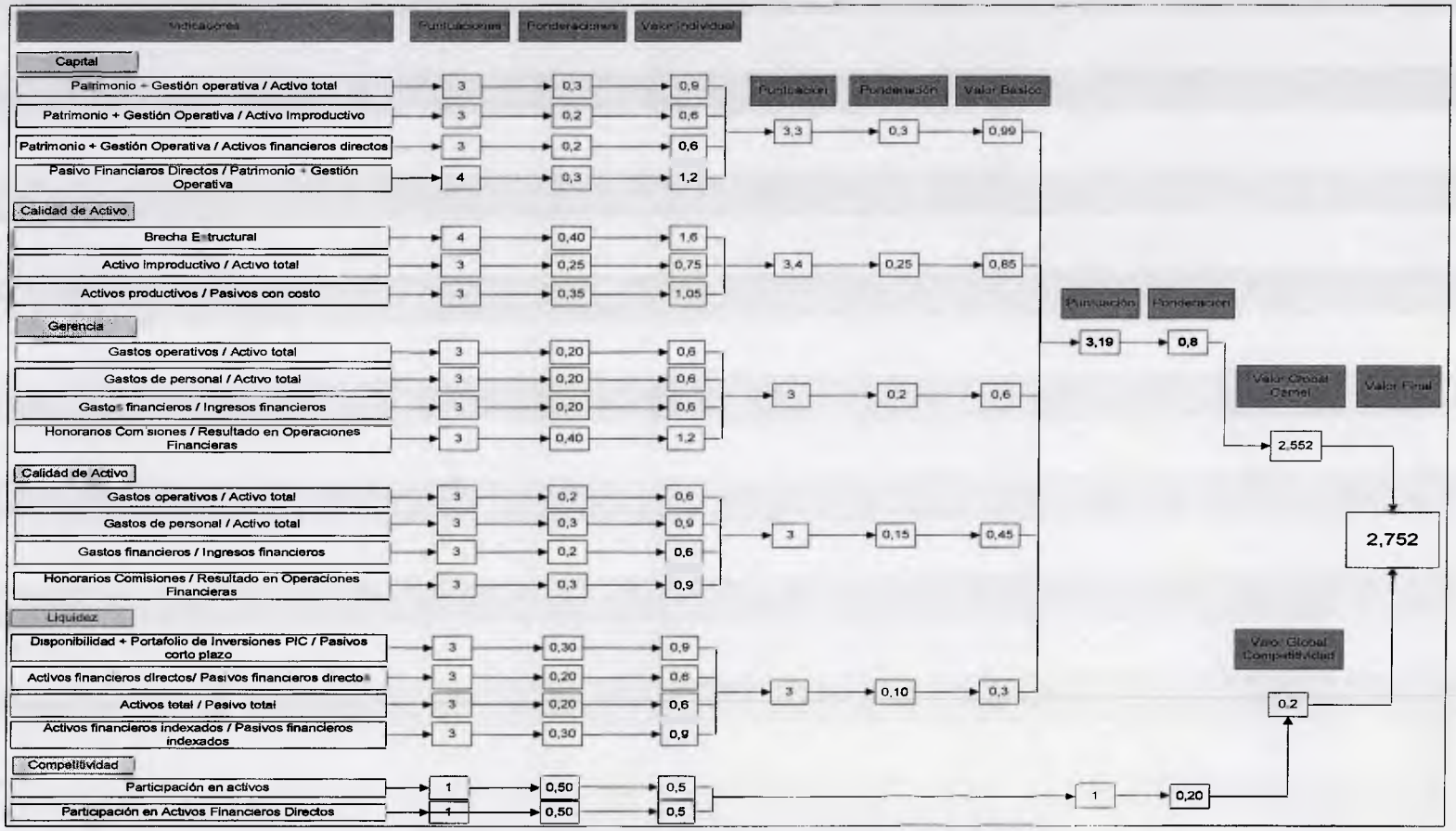
Vivas, A. (2005). Análisis de los Estados Financieros para la Toma de decisión en la gerencia pública. *Tesis para optar al título de Doctor of Business Administration Finance.* Caracas, Venezuela: Tecana American University.

ÍNDICES	Econoinvest	BOD Valores	Bencorp	Caja Caracas	Activalores	Interacciones
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	0,080	0,222	0,067	0,271	0,078	0,065
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	2,060	18,766	10,795	7,331	1,868	0,275
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos financieros directos	0,503	0,332	0,093	0,678	0,372	0,615
Pasivo Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	11,256	3,260	13,906	2,667	11,917	15,015
Brecha Estructural	0,056	0,264	0,067	0,267	0,057	-0,189
Activo improductivo / Activo total	0,044	0,012	0,006	0,037	0,042	0,264
Activos productivos / Pasivos con costo	1,063	1,365	1,072	1,388	1,064	0,798
Gastos operativos / Activo total	0,039	0,017	0,029	0,028	0,039	0,062
Gastos de personal / Activo total	0,015	0,011	0,013	0,010	0,024	0,031
Gastos financieros / Ingresos financieros	0,856	0,796	0,973	0,831	0,768	1,238
Honorarios Comisiones / Resultado en Operaciones Financieras	0,844	0,784	0,896	0,910	0,607	1,460
Margen financiero neto / Activo total	0,010	0,014	0,004	0,016	0,025	-0,019
Resultado neto / Activo total	0,036	0,061	0,018	0,123	0,026	0,003
Resultado neto / Patrimonio total	0,627	0,327	0,344	0,642	0,414	0,049
Margen financiero implícito	0,018	0,000	-0,001	-0,015	0,018	-0,017
Disponibilidad + Portafolio de Inversiones PIC / Pasivos corto plazo	0,667	0,415	0,255	0,763	0,585	0,449
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	0,182	0,975	0,780	0,582	0,254	0,161
Activos total / Pasivo total	1,087	1,289	1,072	1,376	1,085	1,069
Activos financieros indexados / Pasivos financieros indexados	0,001	0,983	0,792	0,459	0,000	0,150
Participación en activos	0,312	0,066	0,044	0,048	0,044	0,042
Participación en Activos Financieros Directos	0,138	0,121	0,091	0,053	0,028	0,017

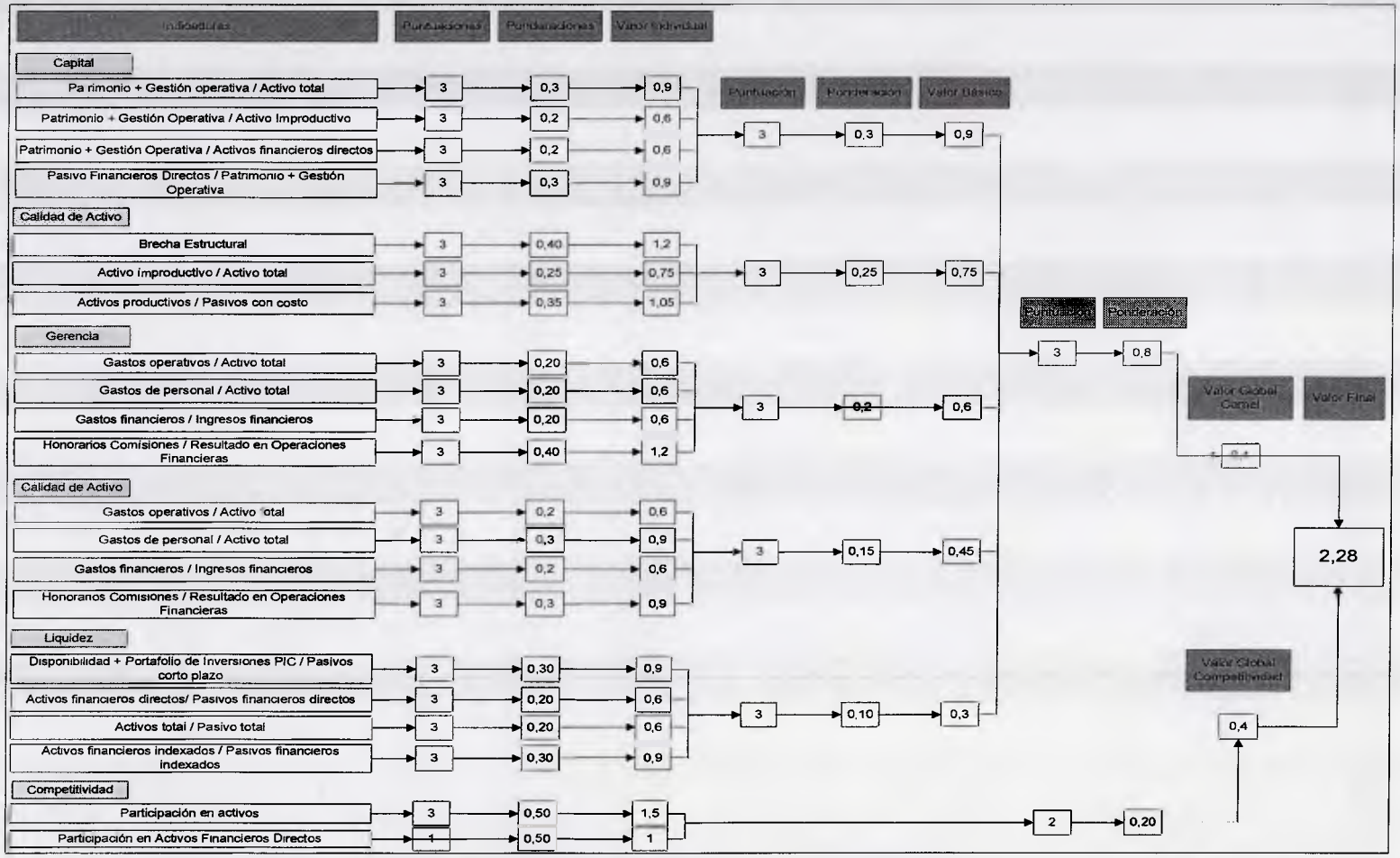
Anexo 1. Indicadores

ÍNDICES	Financorp	Finalca	Bancaribe	Equivalores	Italbursatil	Banexpres	BFC
Patrimonio + Gestión operativa / Activo total	0,125	0,187	0,278	0,132	0,192	0,298	0,289
Patrimonio + Gestión Operativa / Activo Improductivo	6,001	31,233	17,348	0,467	14,813	5,458	6,923
Patrimonio + Gestión Operativa / Activos financieros directos	0,505	0,331	0,399	0,297	0,624	1,228	0,818
Pasivo Financieros Directos / Patrimonio + Gestión Operativa	6,188	4,120	2,311	5,353	5,099	1,896	1,330
Brecha Estructural	0,203	0,225	0,263	0,005	0,183	0,388	0,452
Activo improductivo / Activo total	0,021	0,006	0,017	0,329	0,014	0,056	0,042
Activos productivos / Pasivos con costo	1,273	1,294	1,367	1,042	1,237	1,704	1,899
Gastos operativos / Activo total	0,022	0,013	0,022	0,031	0,058	0,042	0,083
Gastos de personal / Activo total	0,011	0,006	0,011	0,014	0,013	0,022	0,043
Gastos financieros / Ingresos financieros	0,654	0,581	0,785	1,648	0,654	0,799	0,700
Honorarios Comisiones / Resultado en Operaciones Financieras	0,758	0,890	0,641	1,557	0,818	0,906	0,569
Margen financiero neto / Activo total	0,018	0,005	0,035	-0,047	0,029	0,011	0,055
Resultado neto / Activo total	0,050	0,042	0,072	0,044	0,081	0,079	0,045
Resultado neto / Patrimonio total	0,473	0,297	0,288	0,475	0,552	0,329	0,176
Margen financiero implícito	0,025	0,002	-0,020	-0,048	0,008	-0,023	-0,025
Disponibilidad + Portafolio de Inversiones PIC / Pasivos corto plazo	0,879	0,483	0,356	0,359	0,553	1,132	0,670
Activos financieros directos/ Pasivos financieros directos	0,323	0,748	1,138	0,665	0,521	0,433	1,318
Activos total / Pasivo total	1,143	1,230	1,385	1,154	1,248	1,431	1,410
Activos financieros indexados / Pasivos financieros indexados	0,173	0,748	0,960	0,665	0,560	0,408	1,372
Participación en activos	0,030	0,022	0,021	0,023	0,023	0,018	0,010
Participación en Activos Financieros Directos	0,020	0,035	0,042	0,027	0,028	0,012	0,012

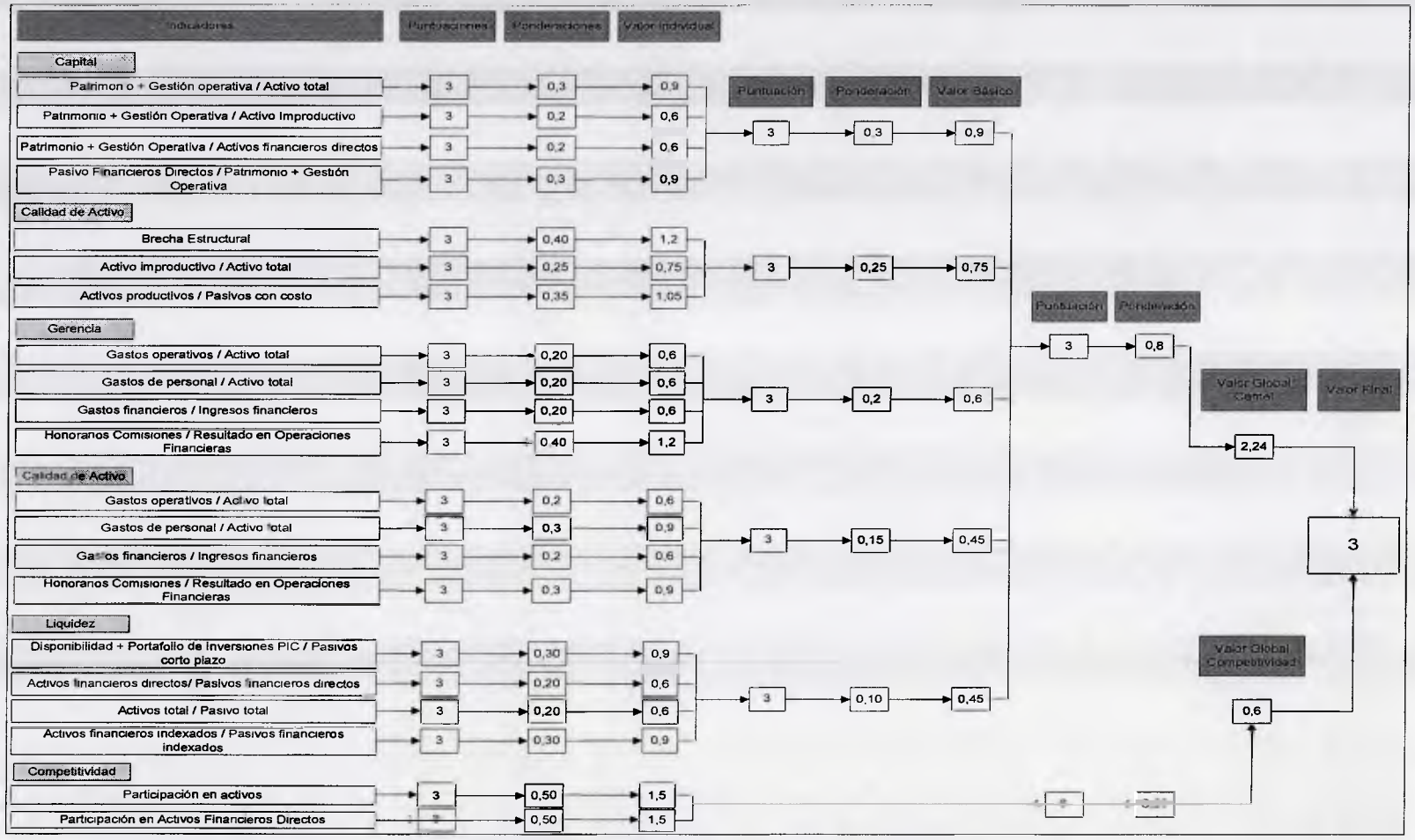
Anexo 1. Indicadores (continuación)



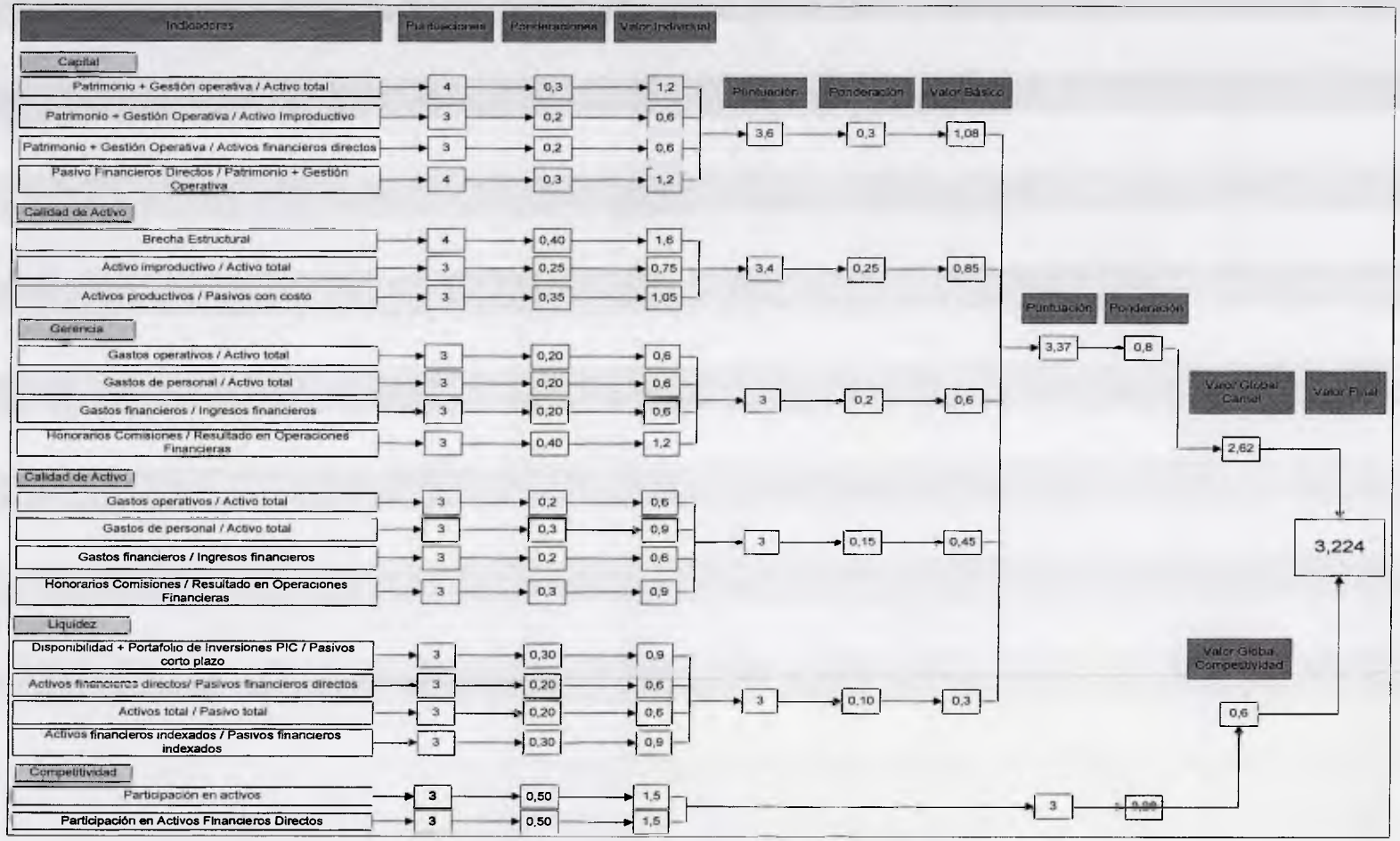
Anexo 2. Sistema de puntuaciones, Econoinvest



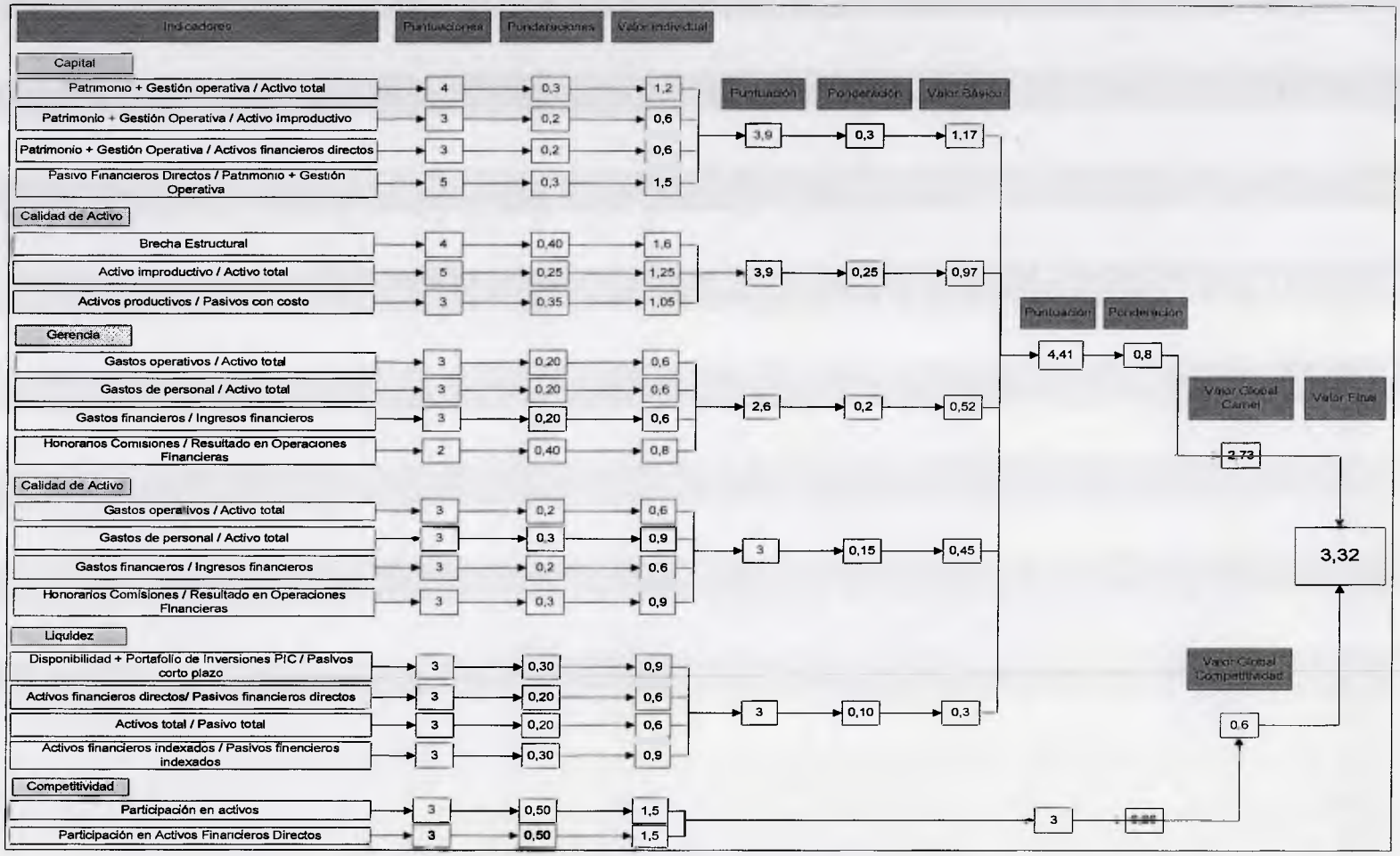
Anexo 3. Sistema de puntuaciones, BOD Valores



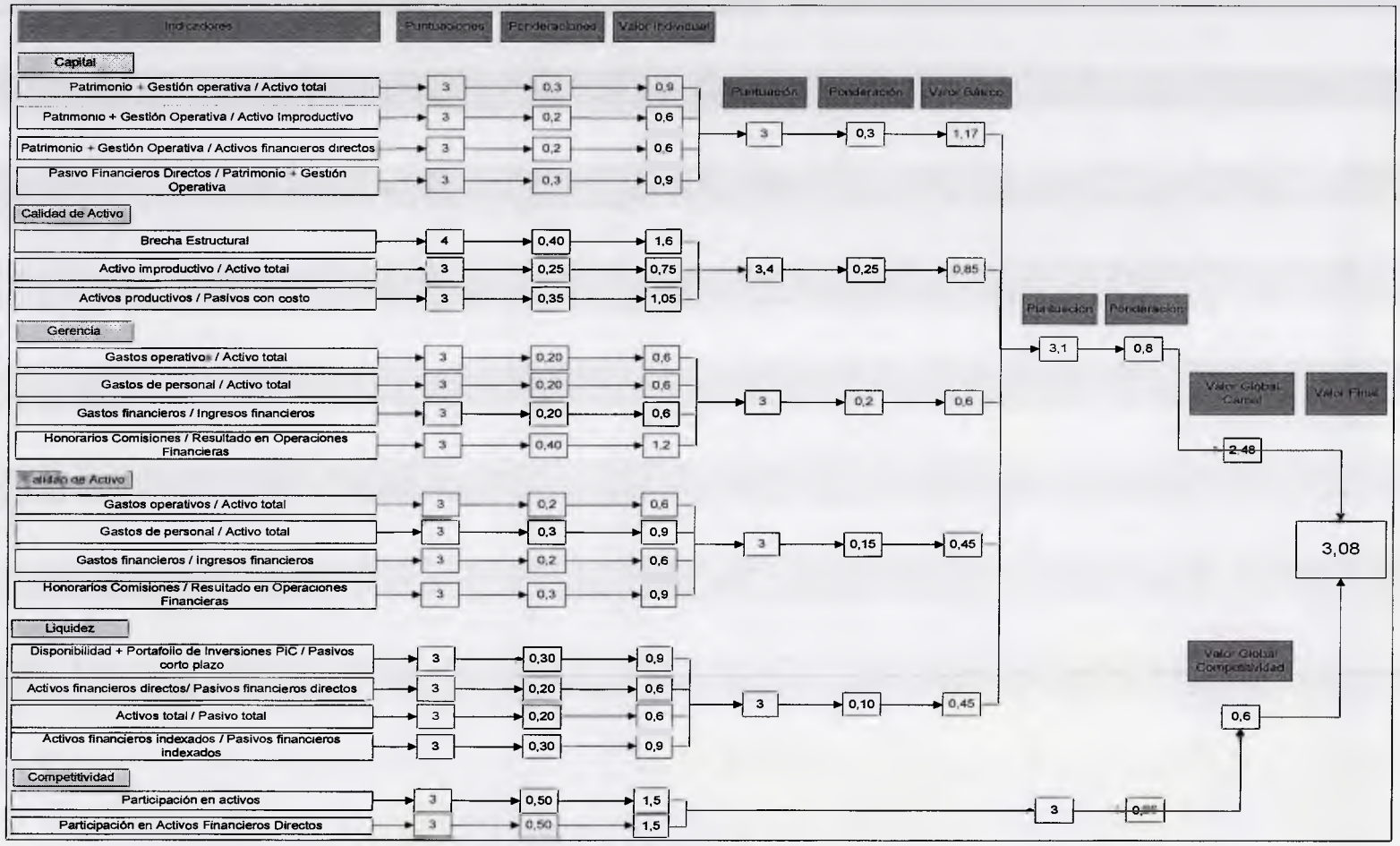
Anexo 4. Sistema de puntuaciones, Caja Caracas



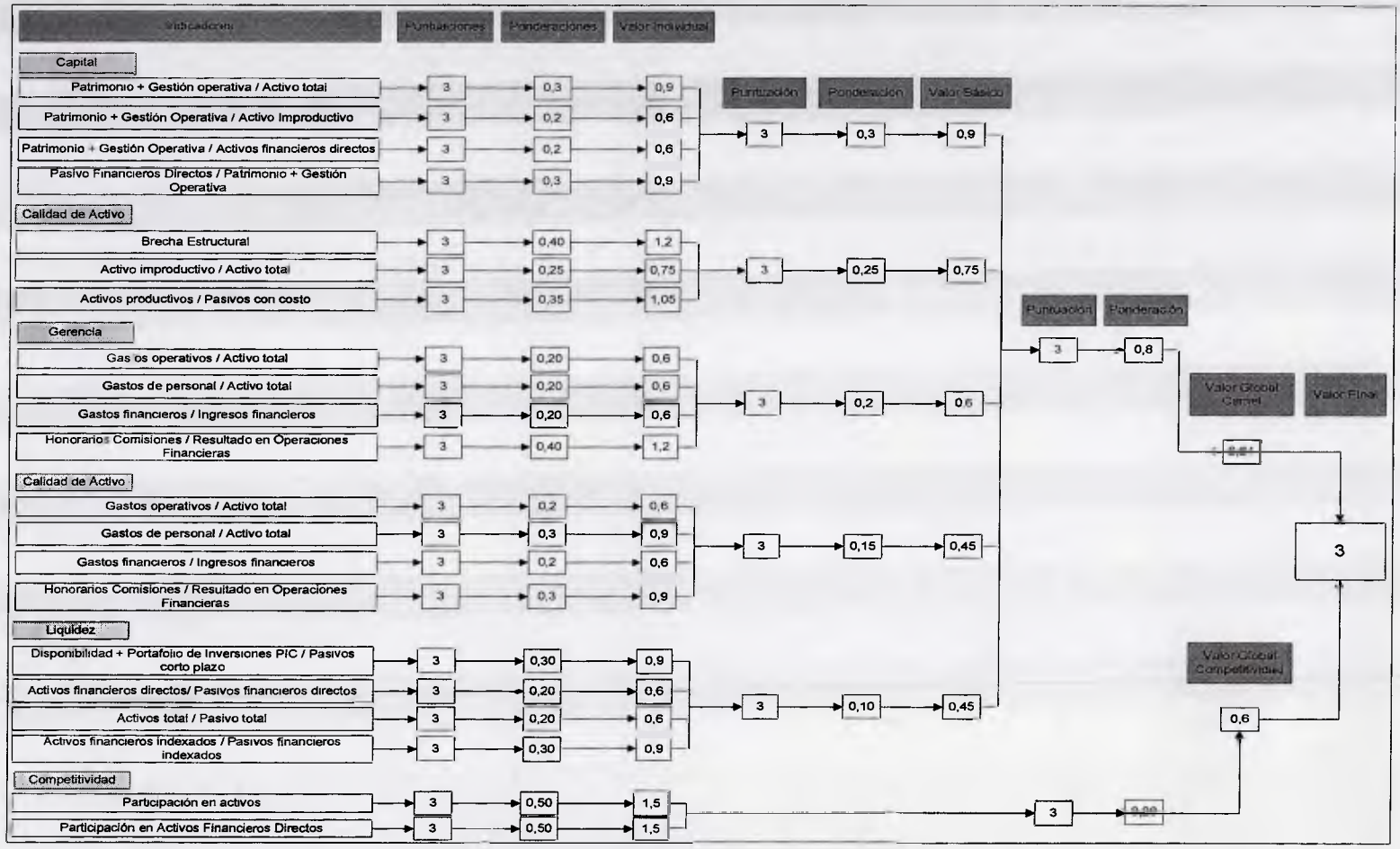
Anexo 5. Sistema de puntuaciones, Activalores



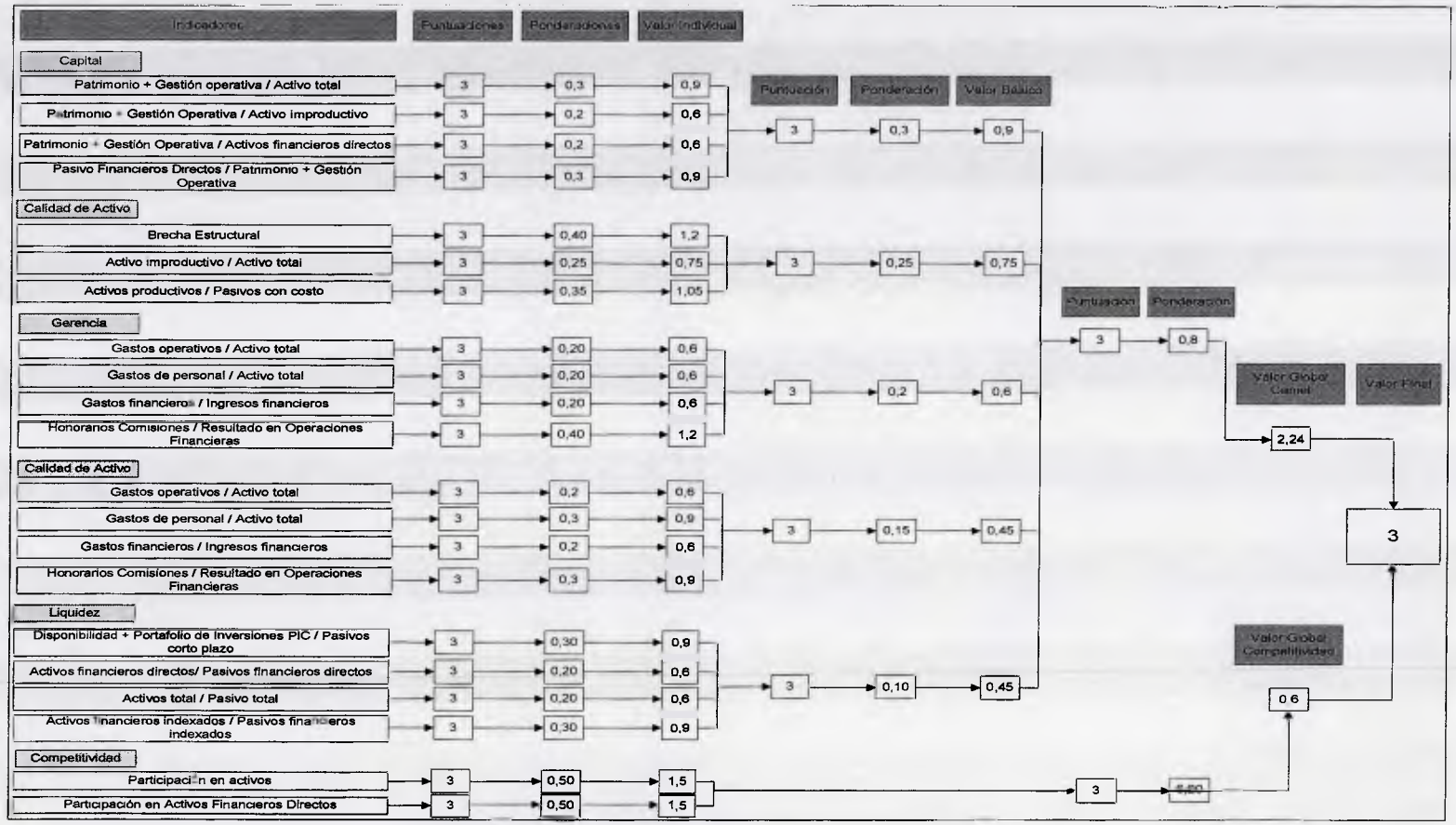
Anexo 6.Sistema de puntuaciones, Interacciones



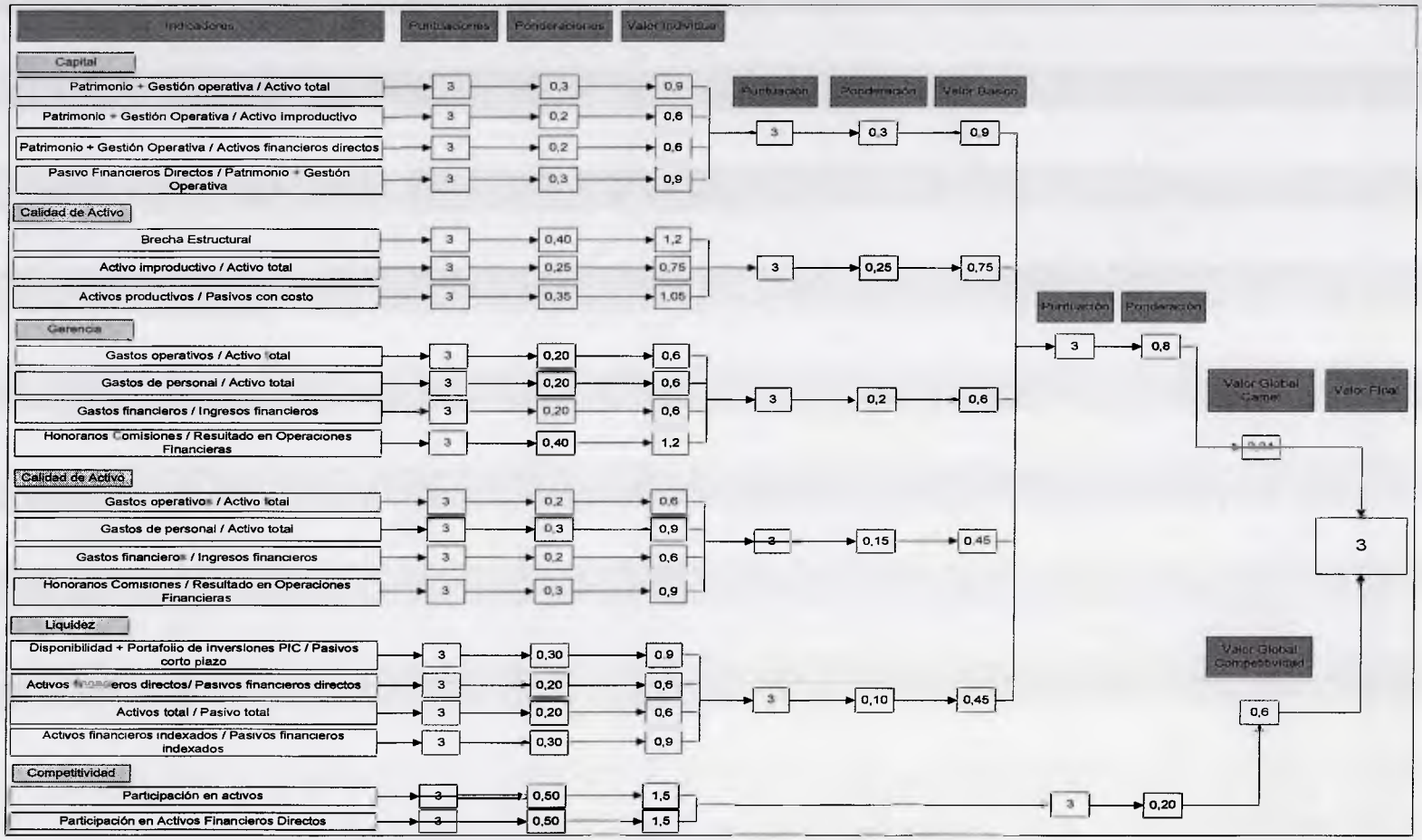
Anexo 7. Sistema de puntuaciones, Financorp



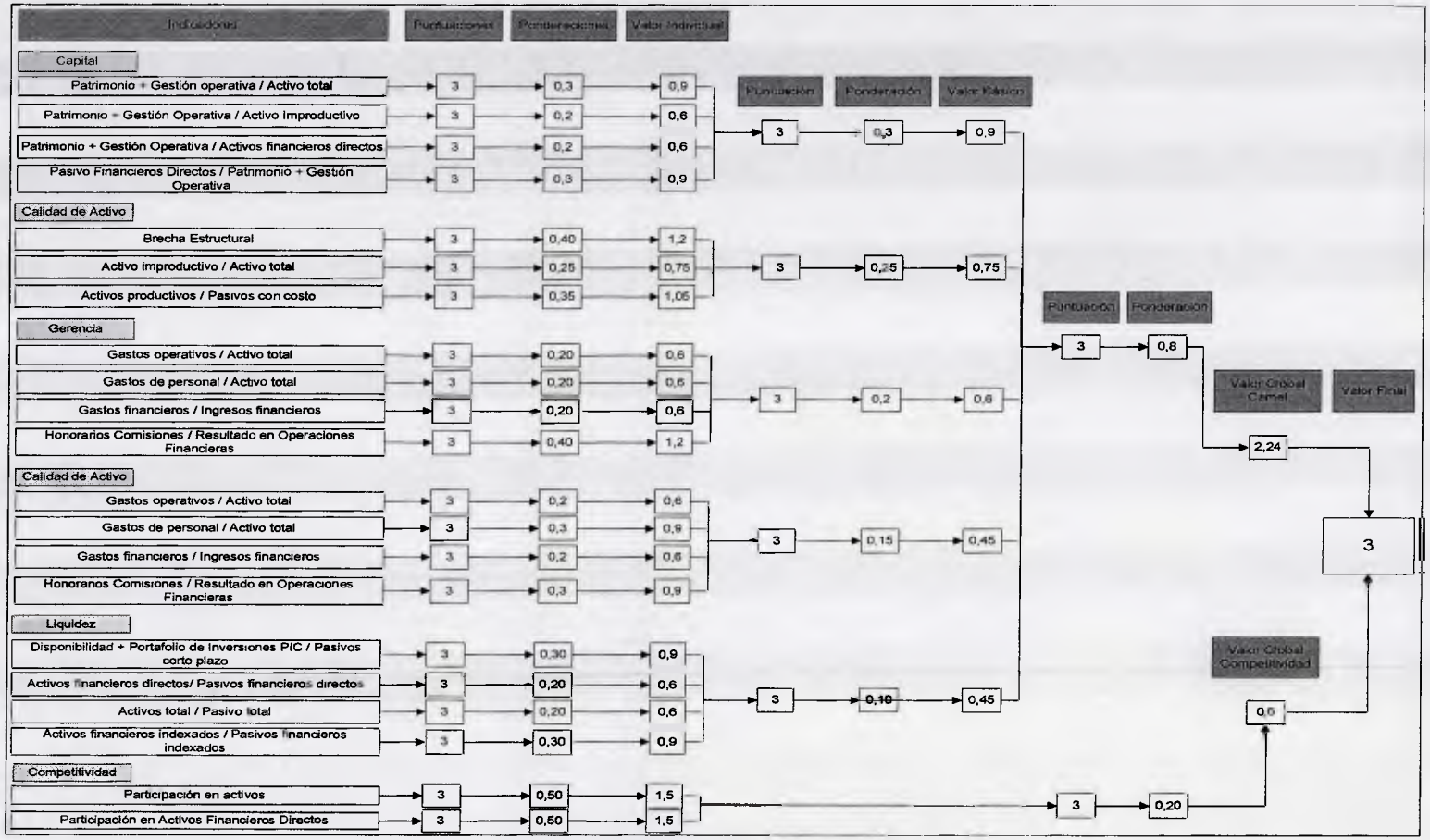
Anexo 8. Sistema de puntuaciones, Finalca



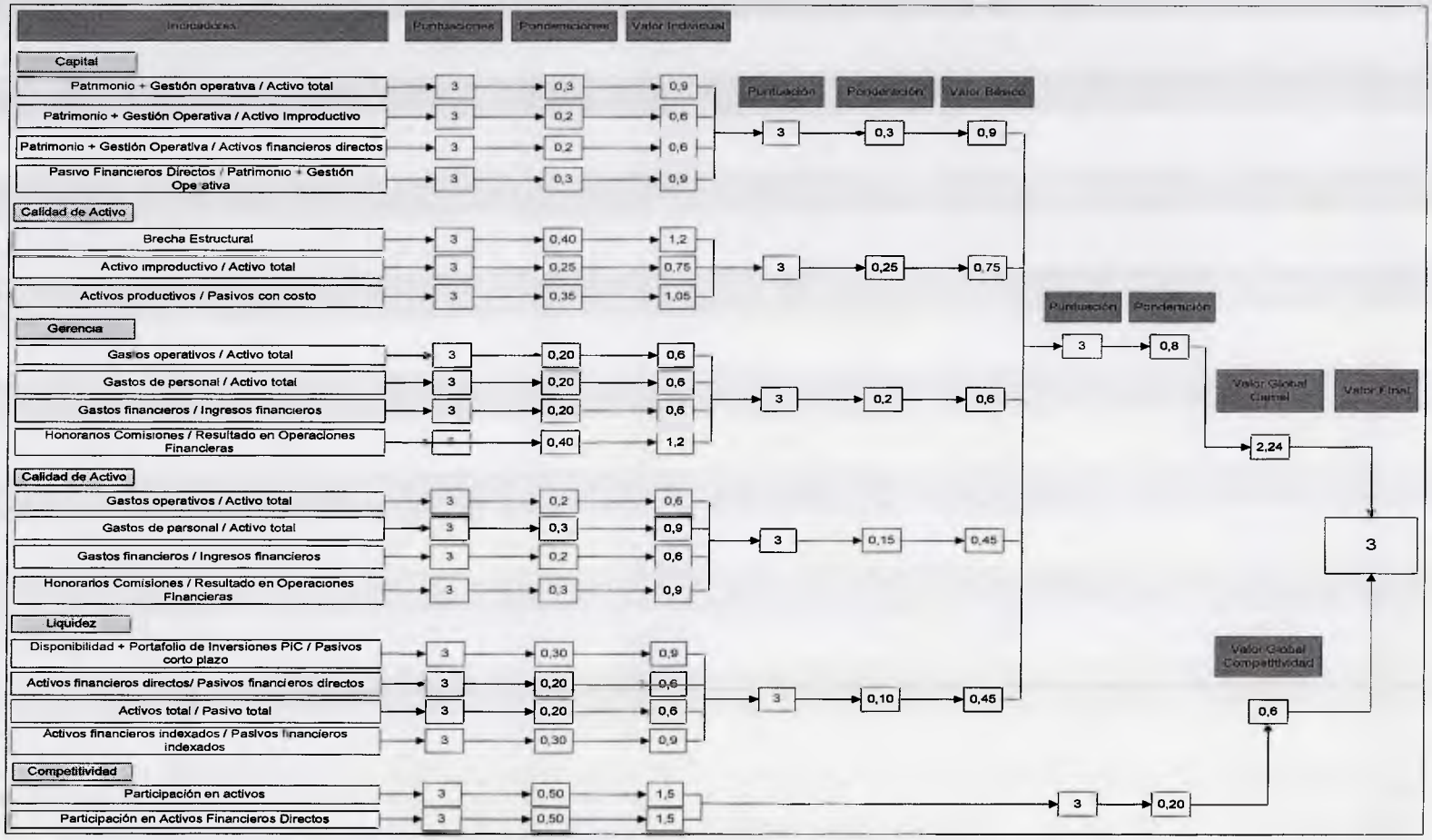
Anexo 9. Sistema de puntuaciones, Bancaribe



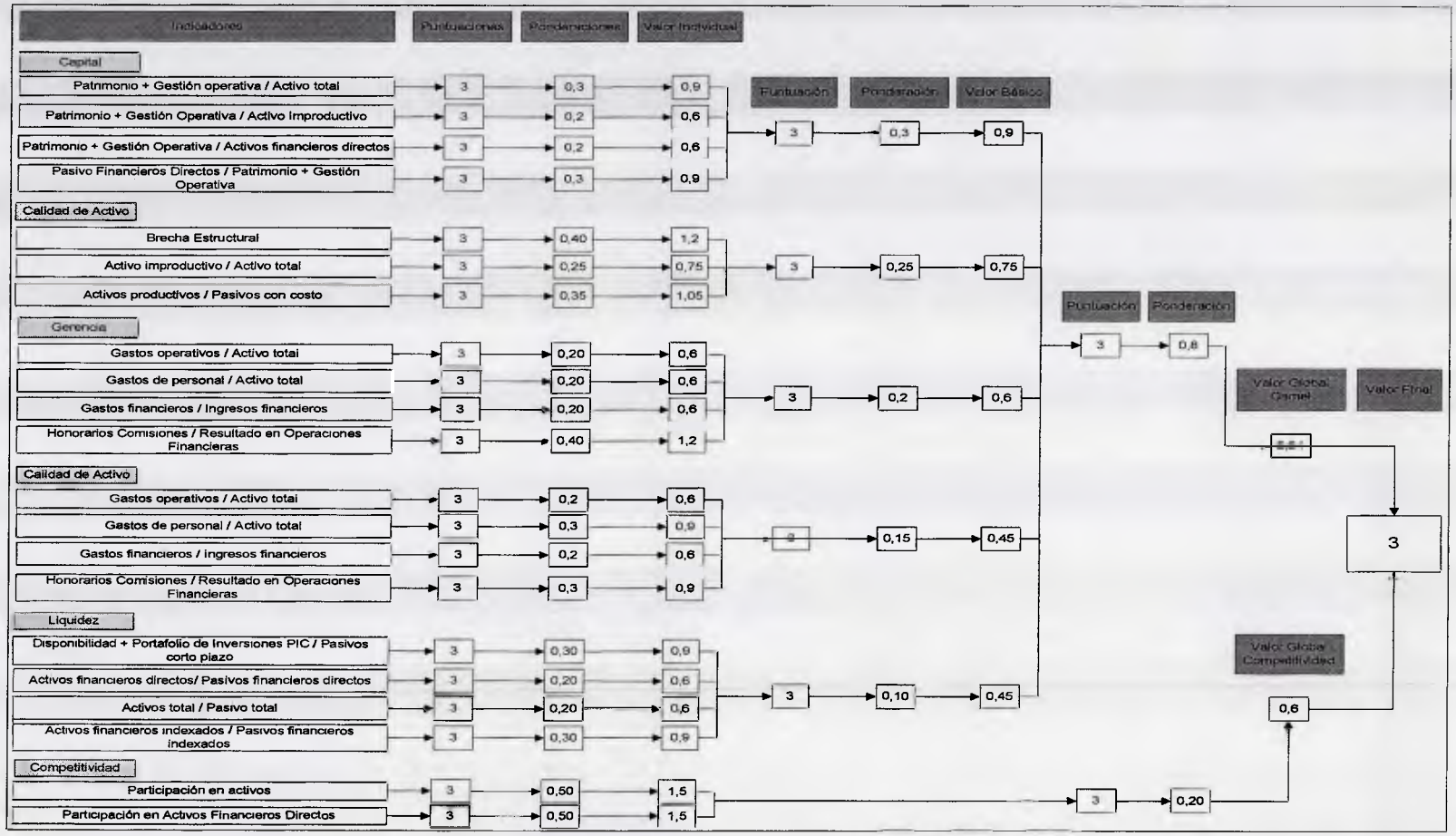
Anexo 10.Sistema de puntuaciones, Equivalores



Anexo 11.Sistema de puntuaciones, BFC



Anexo 12.Sistema de puntuaciones, Italbursatil



Anexo 13. Sistema de puntuaciones, Banexpres