



Universidad de San Andrés

Trabajo de Licenciatura en Administración de Empresas

LA RELEVANCIA DE LA ESTRATEGIA EN LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO

Autor: Analía Rúas

Mentor: Dr. Armando Bertagnini

Victoria, Mayo de 2001

Resumen

Dada la expansión cada vez más acelerada de los mercados de títulos, con una variedad creciente de opciones de inversión, las decisiones crediticias se complejizan.

En este panorama, las calificaciones de riesgo son una herramienta que permite a los inversores contar con la información adecuada a la hora de tomar una decisión, al poner a su disposición la información referida al riesgo crediticio que implica cada una de esas opciones.

Las calificaciones de riesgo son opiniones de entidades especializadas que miden la capacidad de la compañía emisora de cumplir puntualmente los compromisos financieros en el plazo previsto y en las condiciones de emisión del título.

Pero para poder estimar dicha capacidad de hacer frente a los compromisos derivados de la deuda emitida, el análisis de indicadores financieros no resulta suficiente. Es necesario estudiar además la estrategia de las empresas emisoras, en sus niveles y procesos. La estrategia es el patrón o plan que integra los objetivos primordiales de una organización, junto con sus políticas y acciones.

La importancia de su estudio radica en su influencia sobre la rentabilidad de las empresas, que a la vez será la que determine su capacidad de cumplir en tiempo y forma con los plazos pactados para el pago de la deuda.

Entonces, mi hipótesis es que aún cuando los analistas del riesgo califican la calidad crediticia y sólo crediticia de las emisiones de deuda, dan una importancia significativa a diferentes aspectos estratégicos de la entidad emisora, tanto en lo que hace a los niveles e la estrategia como en lo referido a los procesos estratégicos.

Para comprobarla, se estudia el proceso de calificación del riesgo y la estrategia desde tres perspectivas: la corporativa, la de negocios (que incluye a la estrategia competitiva y al marketing estratégico) y la funcional, junto con el modelo de negocios; para luego identificar los procesos y niveles estratégicos que las calificadoras tienen en cuenta para su análisis, como así aquellos que dejan de lado.

Se analizan las calificaciones de los títulos emitidos por Telefón y Compañía de Televisión del Atlántico y de Metrogas S.A. para constatar los anteriores paralelismos.

Mi objetivo era demostrar que si bien las calificadoras emiten su opinión acerca de la calidad crediticia y sólo crediticia de las emisiones de deuda, analizan para ello la estrategia de las empresas emisoras. Creo haber cumplido con el objetivo planteado a lo largo de esta investigación.

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN	3
1.1. PLANTEO INICIAL, PREMISAS E HIPÓTESIS DEL TRABAJO	3
1.2. MÉTODO Y FUENTES DE INFORMACIÓN	6
1.3. GUÍA DE LECTURA	7
CAPÍTULO 2: LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO	9
2.1. ¿POR QUÉ SE CALIFICA EL RIESGO?	9
2.2. EL ROL DE LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN EN LOS MERCADOS EN DESARROLLO	12
2.3. PRINCIPIOS BÁSICOS	13
2.4. METODOLOGÍA	14
2.5. PROCEDIMIENTO PARA LA CALIFICACIÓN	15
CAPÍTULO 3: LA RELEVANCIA DE LA ESTRATEGIA EN LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO	21
3.1. DEFINICIONES DE LA ESTRATEGIA	21
3.2. ESTRATEGIA CORPORATIVA	24
3.3. ESTRATEGIA DE NEGOCIOS	26
3.3.1. ESTRATEGIA COMPETITIVA	26
3.3.2. MARKETING ESTRATÉGICO	31
3.4. ESTRATEGIA FUNCIONAL	33
3.5. MODELO DE NEGOCIOS	34
CAPÍTULO 4: CONTENIDO ESTRATÉGICO EN LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO - ANÁLISIS COMPARATIVO DE CONCEPTOS	39
CAPÍTULO 5: CASOS PRÁCTICOS	42
5.1. TELEFÉ Y COMPAÑÍA DE TELEVISIÓN DEL ATLÁNTICO S.A.	42
5.2. METROGAS S.A.	50
CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES	59
BIBLIOGRAFÍA	61
GLOSARIO	62
ANEXOS	63

ANEXO I: DEFINICIONES DE CALIFICACIONES DE RIESGO	63
ANEXO II: MATRIZ DE SOLVENCIA DE LA CATEGORÍA INICIAL	66
ANEXO III: MATRIZ DE LA CATEGORÍA INTERMEDIA	66
ANEXO IV: MATRIZ DE LA CATEGORÍA PREVIA DE SOLVENCIA	67
ANEXO V: MATRIZ DE LA CALIFICACIÓN FINAL	67
ANEXO VI: ESTRATEGIA CORPORATIVA	68
ANEXO VII: ESTRATEGIA DE NEGOCIOS	69
ANEXO VIII: ESTRATEGIA FUNCIONAL	70
ANEXO IX: TELEFÉ Y COMPAÑÍA DE TELEVISIÓN DEL ATLÁNTICO S.A.	71
ANEXO X: METROGAS S.A.	83



Universidad de
San Andrés

Capítulo 1: Introducción

1.1. Planteo inicial, premisas e hipótesis del trabajo

Las actuales tendencias de globalización del mercado financiero y de desintermediación y securitización del sistema de préstamos, hacen que el mercado de títulos sea cada vez más complejo, por lo que la tarea de analizar créditos se dificulta crecientemente. Dicho mercado es por naturaleza más eficiente que la intermediación financiera del sistema bancario porque evita los altos costos de las transacciones bancarias y aprovecha la competitividad de las economías de escala.

La expansión de los mercados de títulos ha sido posible por el apoyo de gobiernos y entidades reguladoras, que han tomado conciencia respecto de que las entidades altamente centralizadas no pueden procesar la información con la suficiente rapidez como para manejar grandes economías y sus sistemas financieros de manera eficiente. En este sentido, mediante la tecnología de la información, los mercados crediticios a gran escala pueden funcionar, gracias al aporte de mejores telecomunicaciones y modernas tecnologías computarizadas que proveen apoyo estadístico y de información para la celeridad de la tarea de analizar los riesgos y beneficios de cada inversión.

Los inversores tienen actualmente una amplia gama de instrumentos de deuda entre los cuales elegirán aquellos que alcancen las exigencias de sus *portfolios*. Por ejemplo, por medio de la creación de una cartera internacional que incluya títulos en diferentes monedas emitidos por distintas naciones, el inversor puede diversificar su tenencia disminuyendo así el riesgo al obtener una mayor protección contra las variaciones en las tasas de cambio monetarias.

La clave para armar una buena cartera es la información crediticia, es decir la capacidad del inversor de reunir (así como la voluntad del emisor para brindar) la información suficiente para realizar y actualizar las evaluaciones de los distintos emisores y de sus instrumentos.

Las decisiones crediticias son cada vez más complejas. Al ampliarse el menú de opciones, los inversores deben enfrentar distintas culturas, ambientes políticos y regulatorios variados, sistemas y convenciones contables contradictorias, diferentes idiomas, etc. Se

ven entonces forzados a destinar mayores recursos al análisis crediticio, de forma de poder comparar los riesgos de los distintos emisores y sus instrumentos.

A su vez los mercados crediticios también se tornan más volátiles. Cada título varía constantemente en cuanto a su valor de mercado; por eso el analista crediticio debe tener la capacidad necesaria para monitorear y pronosticar el riesgo crediticio a lo largo del tiempo.

Por otro lado, existen riesgos inherentes al mercado de títulos. Las privatizaciones que han caracterizado a las economías mundiales en las últimas décadas provocan un doble efecto: por un lado disminuyen el volumen de deuda soberana de alta calidad que se ofrece; por el otro, aumentan el riesgo crediticio de las compañías privatizadas al no estar sus emisiones respaldadas por el Estado, como lo estaban antes de su privatización.

Muchas instituciones de inversión como los fondos nacionales de pensión deben forzosamente incorporar títulos de corporaciones cuyos riesgos crediticios son más impredecibles que aquellos de los títulos emitidos por el Estado, y por lo tanto potencialmente más volátiles.

La calificación del riesgo de las emisiones de deuda de las empresas es de fundamental importancia en todo el mundo pero principalmente en nuestro país, dadas las condiciones de incertidumbre económica que enfrentamos tanto en el pasado como actualmente.

Una calificación de riesgo es la opinión de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia y sólo crediticia de una emisión de títulos. La evaluación se realiza sobre la capacidad y compromiso jurídico de la entidad emisora de cumplir puntualmente los compromisos financieros, es decir el pago de intereses y amortización del principal, en el plazo previsto en las condiciones de emisión del título. Esta mide la probabilidad de que un emisor incurra en incumplimiento (*default*) con respecto al valor o título durante su emisión.

Las calificaciones de riesgo prestan un servicio importantísimo al mercado al brindar una amplia disponibilidad de opiniones de crédito objetivas y actualizadas que crean un marco estable para la toma de decisiones en todos los sectores de los mercados de títulos de renta fija.

El riesgo está presente en todo proceso de inversión. La calificación de riesgo permite a los inversores descartar aquellos proyectos más riesgosos, o aceptarlos en caso de estar

dispuestos a soportar ese riesgo mayor a cambio de la posibilidad de una rentabilidad más atractiva.

Las calificadoras ayudan a ampliar los horizontes de inversión a una variedad más amplia de segmentos del mercado al poner la información que recaudan al alcance de todo inversionista interesado.

Para llegar a una conclusión acerca de la calidad crediticia de una emisión de títulos los analistas estudian dos tipos de elementos, los de tipo cuantitativo y los cualitativos. En este trabajo, el énfasis estará puesto en los elementos de tipo cualitativo, los estratégicos.

La pregunta que me planteé y que intentaré responder mediante este trabajo de investigación es la siguiente:

¿Qué elementos, además de los crediticios, analizan las calificadoras a la hora de medir la capacidad de un emisor para hacer frente a los compromisos derivados de la emisión?

Mi **hipótesis** es que, aún cuando los analistas del riesgo califican la calidad crediticia y sólo crediticia de las emisiones de deuda, dan una importancia significativa a diferentes aspectos estratégicos de la entidad emisora, tanto en lo que hace a los niveles de la estrategia como en lo referido a los procesos estratégicos.

El tenedor de un título de deuda no se beneficia o perjudica directamente con los resultados de la empresa emisora, a diferencia de los accionistas que poseen una cuota parte de la empresa. Por ello, su único interés es conocer el riesgo crediticio del título que adquiere. Sin embargo, una mala performance de la empresa emisora incrementaría el riesgo de incumplimiento de las obligaciones crediticias a las que se comprometió. Es por eso que la estrategia y el *management* de la compañía emisora encargado de llevarla a cabo juegan un rol fundamental por estar ambos vinculados con el riesgo futuro inherente al pago de las obligaciones.

La estrategia es el patrón o plan que integra los principales objetivos de una organización, sus políticas y acciones en un todo, de manera de permitir una asignación única de los recursos teniendo en cuenta las fortalezas de la empresa, anticipándose a los cambios del ambiente y previendo posibles acciones de los competidores.

Sin duda la estrategia que lleva a cabo una empresa será la que determine su éxito o fracaso. Por medio de una estrategia detalladamente planeada una compañía puede alcanzar una posición competitiva favorable que le permita superar a los competidores de su sector o industria y así maximizar su ganancia. Si la empresa obtiene resultados favorables, podrá hacer frente a todas las condiciones a las que se comprometió al realizar la emisión. Las calificadoras de riesgo no pueden por lo tanto dejar de lado el estudio de la estrategia de los emisores.

Todo este trabajo se referirá a la influencia directa de la estrategia de la empresa sobre el nivel de riesgo de incumplimiento de los compromisos.

El tema de la investigación surge por la creciente importancia que actualmente se está dando al análisis del riesgo, lo que queda reflejado por la cantidad cada vez mayor de recursos que se orientan a tal fin.

La globalización e internacionalización de los mercados es una tendencia que está afectando a todos los sectores de nuestra economía y por supuesto, estos procesos no han sido ajenos al sector financiero, incluidas las calificadoras de riesgo. Esto queda demostrado por el proceso de agrupamiento que se está dando en este sector en nuestro país, a tono con las tendencias que se registran en casi todos los sectores de la economía que deben adaptarse a los cambios continuos que impone la globalización, en cuanto a exigencias de competitividad, disminución de costos y eficiencia.

Por otro lado, me parece fundamental el estudio de la estrategia de un emisor a la hora de determinar la probabilidad de que éste pueda hacer frente a las obligaciones a las que se comprometió al contraer una deuda, ya que son las decisiones estratégicas las que definirán el rumbo que adopte una compañía.

1.2. Método y fuentes de información

Intenté realizar una investigación sobre algún aspecto no analizado anteriormente por otros alumnos. La originalidad del tema y el interés que despertó entre los profesores de la Universidad a los que consulté, también fue un incentivo para su elección.

Mi investigación comenzó a fines de 2000 con el estudio del proceso que llevan a cabo las calificadoras de riesgo para poder emitir una opinión acerca de la calidad crediticia de una emisión de títulos.

El interés del tema surgió por la frecuencia con la que se publicaban en los principales diarios locales artículos referidos a la calificación de distintos tipos de deuda (soberana, corporativa, etc.).

Para realizar el trabajo, la investigación se realizó principalmente gracias al acceso a la información de la calificadora Moody's. También se consultaron diversas páginas de Internet de calificadoras de riesgo como la mencionada Moody's, Standard & Poor's y Fitch, boletines periódicos de las calificadoras e informes de calificación.

Para el marco teórico se utilizaron manuales de calificación, y bibliografía referida al análisis estratégico.

1.3. Guía de lectura

El presente y primer capítulo intenta introducir al lector en la temática que se desarrollará, de modo que adquiera una primera aproximación del tema de interés planteado en el trabajo, la hipótesis que se intentará corroborar con él y su estructuración.

El segundo capítulo estará destinado a la calificación del riesgo y a la importancia que esta práctica concede al estudio de la estrategia de los emisores. Enfatizaré los beneficios que aporta al mercado y describiré el proceso de calificación, prestando fundamental importancia al análisis que hacen las agencias calificadoras sobre la estrategia de las empresas que califican.

En el tercer capítulo me concentraré en el tratamiento del análisis estratégico, abordando el tema desde tres perspectivas: la corporativa, la de negocios (que abarca la estrategia competitiva y el marketing estratégico) y la funcional. Se analizará además el modelo de negocios.

El cuarto capítulo identificará los puntos de contacto entre el análisis estratégico y la calificación del riesgo así como aquellas herramientas estratégicas que las calificadoras de riesgo dejan de lado en su análisis.

En el quinto capítulo expondré dos casos prácticos. Intentaré realizar el estudio en dos empresas pertenecientes a industrias distintas ya que el proceso de calificación varía sensiblemente de un rubro a otro, así como también cambia la estrategia planteada por empresas de distintos sectores de la economía. En el estudio de los casos se remarcará el contenido estratégico y su importancia sobre la capacidad de los emisores de cumplir con los compromisos que asumieron al emitir la deuda.

Finalmente, en el capítulo seis, se harán las conclusiones del trabajo.



Capítulo 2: La calificación del Riesgo

2.1. ¿Por qué se califica el riesgo?

Esta práctica tuvo su origen a fines del siglo XIX en los Estados Unidos con la consolidación de un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras de ese país. A comienzos del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria y con la importancia que tuvo la emisión de bonos para su financiamiento, se crearon nuevas empresas calificadoras de la calidad de estos instrumentos.

La calificación de riesgo es la opinión de una entidad analista del riesgo, sobre la calidad crediticia y sólo crediticia de una emisión de títulos. Dicho análisis recae sobre la capacidad y compromiso jurídico de la entidad emisora de cumplir puntualmente los compromisos financieros, es decir el pago de intereses y amortización del principal, en el tiempo y forma previstos. Mide la probabilidad de que un emisor incurra en incumplimiento (*default*) con respecto al valor o título durante su emisión.

Para poder llegar a una conclusión acerca de la calidad crediticia de una emisión de títulos los analistas estudian los aspectos de mercado, financieros, contables, flujos de entradas y salidas, productividad, proveedores, etc.

Pero además de los elementos cuantitativos están aquellos relacionados con la marcha del negocio específico de la empresa, con su razón de ser última, con aquello que la caracteriza en su esencia: la estrategia, el entorno macroeconómico, el sector en el que se desarrolla la actividad o negocio, la posición competitiva de la entidad tanto nacional como internacionalmente, los planes, las oportunidades de mercado, las innovaciones, la situación política y la calidad de la administración.

Estos aspectos cualitativos, en tanto de ellos depende la performance del negocio en el futuro, son determinantes del nivel de riesgo de la deuda que emiten las empresas.

Dadas las características de la investigación que intento llevar a cabo, es importante señalar que el énfasis del estudio estará puesto en los elementos de tipo cualitativo.

En nuestro país, la calificación de riesgo resulta de suma importancia principalmente debido a nuestro pasado económico, marcado entre otros hechos por las hiperinflaciones que vivimos durante los gobiernos de Raúl Alfonsín y comienzos del gobierno de Carlos Menem, que inculcaron entre los inversionistas locales un sentimiento de desconfianza que los lleva a intentar recabar la mayor cantidad de información posible antes de tomar una decisión. A la hora de investigar cuán riesgosa es una inversión, el aporte de las calificadoras de riesgo resulta preponderante entre todos los demás datos. El riesgo está presente en todo proceso de inversión. La calificación de riesgo permite a los inversores descartar aquellos proyectos más riesgosos, o aceptarlos en caso de estar dispuestos a soportar ese riesgo mayor a cambio de la posibilidad de una rentabilidad más atractiva.

Cabe aclarar que las calificadoras emiten su opinión acerca de la capacidad de la empresa emisora de hacer frente a las obligaciones a las que se comprometió con la emisión. La calificadora de riesgo *no* hace una recomendación en cuanto a la conveniencia de una inversión. Las calificaciones *no* están destinadas a medir otros riesgos asociados con inversiones de renta fija, tales como el riesgo de pérdida en el valor de mercado de un instrumento debido a fluctuaciones en las tasas de interés. Asimismo, a diferencia de las calificaciones de acciones, las calificaciones de deuda *no* miden el potencial de apreciación de un valor.

Está claro que en el punto anterior encontramos una restricción con respecto a los intereses estratégicos de la maximización del beneficio que toda empresa debería tener. Las calificaciones de deuda asumen que sus titulares no se beneficiarán directamente de las ganancias futuras de la empresa, por medio de dividendos u otros. Sin embargo, el poder de generar ganancias futuras es en sí mismo un importante componente del análisis crediticio ya que condiciona el riesgo futuro de incumplimiento de las obligaciones. Por lo anterior, se deduce la importancia del análisis estratégico por parte de las calificadoras de riesgo, ya que como mencioné anteriormente la estrategia es fundamental para la capacidad de generación de fondos de una empresa.

Las opiniones de crédito objetivas y actualizadas que ofrecen las calificadoras al mercado crean un marco estable para la toma de decisiones. En consecuencia, los precios de los títulos se ajustan más eficientemente, la actividad de arbitraje es menor y las transacciones cotidianas se realizan más rápidamente. Si bien las empresas que cotizan en el Mercado de Valores de la Argentina son muy pocas, es muy probable que aquellas que lo hacen, y que

además cuentan con una calificación que avale sus compromisos de deuda, brinden una mayor seguridad a los inversores, elevando la cotización de las acciones de la empresa en la Bolsa. Ocurre que no han sido sólo analizadas en cuanto a su capacidad crediticia sino también con respecto a la capacidad estratégica de su *management* para generar beneficios.

Los inversores pueden utilizar la información de una calificadoradora de riesgo como un punto límite que indicaría la diferencia entre la compra o la no compra de un título. Por ejemplo, un fondo de inversión puede tener como regla que sus carteras no posean títulos cuya calificación esté por debajo de un cierto límite. Puede estipularse también el porcentaje de la cartera que estará compuesto por títulos con tal o cual calificación, o un porcentaje máximo de la cartera para títulos con una calificación de riesgo predeterminada.

La calificación de riesgo puede ser utilizada para establecer la prima de riesgo de una inversión, es decir el rendimiento adicional que debe exigir el inversor para ser compensado por la posible pérdida crediticia estimada del título que está comprando. Estas primas surgen de medir la diferencia existente entre los rendimientos de los bonos en cada una de las categorías de calificación y una medida de referencia “sin riesgo”, como podrían ser los rendimientos de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos.

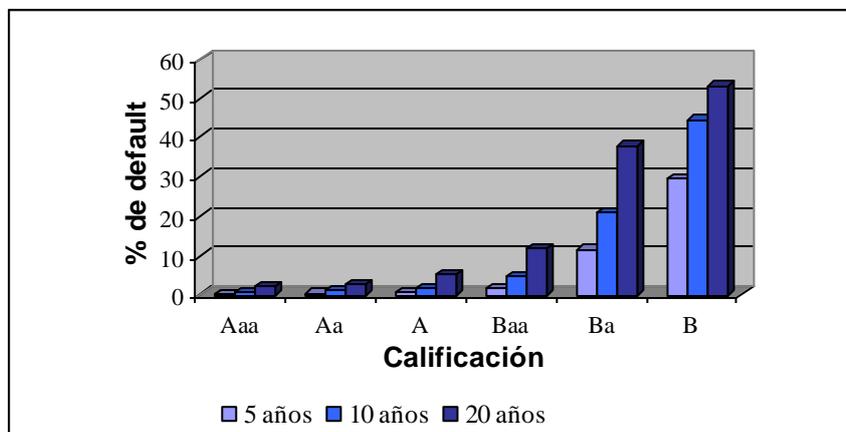
Si bien la actividad que llevan a cabo las calificadoras de riesgo aún no está muy difundida en nuestro país, es evidente por el proceso de agrupamiento que se ha ido dando durante los últimos ocho años (disminuyendo la cantidad de calificadoras de siete en el año 1992 a cuatro en la actualidad y tres próximamente) que la calificación está tomando el rumbo del reconocimiento con el que cuentan las calificadoras en países desarrollados en la materia, como por ejemplo los Estados Unidos.

En cuanto a la precisión de las calificaciones, se puede afirmar que el riesgo de incumplimiento crece a medida que bajan las calificaciones y aumenta el plazo de vencimiento de las obligaciones.

En el gráfico diseñado por la calificadoradora Moody's sobre la base de datos históricos recopilados se puede ver la tasa de incumplimiento de pago de títulos a largo plazo durante los últimos ochenta años. Por ejemplo, el índice de incumplimiento de bonos a cinco años con calificación Aaa que han incurrido en incumplimiento ha sido de apenas el 0,1%, y el promedio del índice de incumplimiento para períodos de diez años con la misma calificación ha sido de menos del 1%. En cambio, aproximadamente el 30% de los

emisores con calificación B a cinco años han incurrido en incumplimiento, con un promedio del 44% para emisiones a diez años.

Gráfico N°1: Tasas acumuladas de default después de ...



Fuente: Calificadora Moody's

El estudio de la estrategia se hace más importante a medida que aumenta el plazo de vencimiento de los títulos. Una empresa con excelentes resultados operativos podrá seguramente hacer frente a las obligaciones contraídas por la emisión de títulos a corto plazo. Sin embargo, una performance positiva en la actualidad no garantiza el cumplimiento de las obligaciones contraídas a largo plazo. Por medio del estudio de la estrategia y del *management* de la emisora se puede tener una idea más clara de las posibilidades de que pueda cumplir en tiempo y forma con los compromisos crediticios que asumió. Se trata de información valiosa para el mercado y para el propio emisor, que así logra despejar las dudas sobre su capacidad de pago futura.

2.2. El rol de la agencia de calificación en los mercados en desarrollo

Cada vez más, el sistema de calificación del crédito está empezando a formar parte de los nuevos mercados de capitales en todo el mundo. Cada vez más, la calificación del riesgo es considerada un ingrediente fundamental para el desarrollo de esos mercados.

En muchos países, los bancos centrales u otras agencias de gobierno se encargan de analizar la calidad crediticia de las compañías para determinar si son aptas para entrar en los mercados nacionales de renta fija. También se encargan de monitorear su calidad crediticia a lo largo del tiempo. Transfiriendo esas funciones a una agencia independiente,

como lo es una calificadora de riesgo, se reducen los gastos regulatorios del estado, a la vez que se remueve un obstáculo para el desarrollo de los mercados de títulos.

Dos agencias calificadoras - Moody's Investors Services y Standard & Poor's- son internacionales en cuanto a su esfera de acción, ofreciendo calificaciones para una amplia gama de títulos tanto en mercados domésticos como internacionales.

2.3. Principios básicos

Énfasis en lo cualitativo

El análisis cuantitativo o numérico proporciona un punto de partida objetivo. Pero las calificadoras deben analizar básicamente el aspecto cualitativo de la entidad emisora. Este es el producto de un extenso análisis que incluye, como fue planteado en la hipótesis, el estudio de la estrategia que llevan a cabo los *managers* y que será determinante para la capacidad de la empresa de cumplir con los compromisos de la deuda contraída.

Enfoque en el largo plazo

Es de fundamental importancia el análisis de la capacidad que el tiene emisor de hacer frente a sus compromisos en el largo plazo. Es por eso que el estudio de la calificadora incluye la posibilidad de un eventual cambio en la estrategia del emisor, de un cambio en las tendencias globales del sector en que se encuentra la entidad a calificar, etc.

No se emiten calificaciones que varíen con los ciclos económicos o comerciales. Los informes incluyen perspectivas a futuro y tendencias del sector que permitan tener un panorama global de la estrategia a largo plazo de la emisora y sus posibles adaptaciones ante los cambios esperados en los distintos factores del entorno. Por ello, un mal desempeño en el corto plazo no necesariamente implica una calificación de riesgo baja o viceversa.

El estudio de los factores estratégicos que puedan favorecer o perjudicar el flujo de efectivo en el futuro es entonces primordial por cuanto mientras mayor sea éste último y mayor la liquidez que respalda los pagos de deuda esperados, más alta será la calificación. La capacidad del emisor de responder favorablemente ante situaciones de incertidumbre es clave.

Antes de emitir una calificación, los analistas miden la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones de deuda en escenarios económicos que serían razonablemente adversos para su negocio. Una vez más, una estrategia adecuada de la empresa disminuye el riesgo para los tenedores de deuda.

2.4. Metodología

El proceso de calificación se entiende como las prácticas y procedimientos que una agencia de calificación lleva a cabo para: (a) recaudar la información suficiente que permita evaluar el riesgo crediticio específico de emisores y emisiones, (b) analizar y llegar a una conclusión acerca de la calificación adecuada, (c) monitorear la calidad crediticia del emisor calificado o el título a lo largo del tiempo y (d) mantener informados a los inversores y al mercado.

Los planes futuros del emisor son de fundamental importancia para el análisis que realiza la calificadora. La gestión directiva es un factor crítico para la calidad crediticia del emisor ya que serán los *managers* los encargados de poner en práctica la estrategia para alcanzar los objetivos planteados. Por ello, las calificadoras deben, como se mencionó en la hipótesis, analizar detalladamente la estrategia del emisor.

El *management* debe explicar las estrategias de negocios y financieras de la compañía y cómo éstas se relacionan con su habilidad futura para generar efectivo y cumplir con su deuda.

Generalmente se analizan datos del mercado, de los flujos de fondos y de las ganancias en las principales líneas de negocios de la compañía para los cinco años anteriores y pronósticos de éstos datos (proyecciones) para un horizonte de tres a cinco años.

Las proyecciones son indicadores útiles de la visión de cada equipo de *management* sobre el futuro de la compañía y de sus planes para hacer frente a los riesgos emergentes y las oportunidades en los mercados en los que actúan.

Es importante que el análisis de los datos sea hecho por profesionales de crédito que tengan experiencia en la industria del emisor, así como también en los distintos factores sociales, económicos o culturales que pudiesen afectar la solidez financiera de la compañía.

Cuando se llega a una determinación acerca de la calificación final, el informe que se envía al mercado incluye una descripción detallada del título y de las bases sobre las cuales se sustenta la decisión.

Las calificaciones son por naturaleza indicadores del riesgo a largo plazo. Por lo tanto no están destinadas a reflejar la performance del “rumor de la semana”. En todos los casos el objetivo de una eventual revisión de la calificación sería reflejar un mejoramiento o empeoramiento fundamental en la posición crediticia del emisor.

2.5. Procedimiento para la calificación

A continuación haré una descripción del proceso de calificación de riesgo crediticio de títulos privados representativos de deuda, obligaciones negociables o bonos. Para dicha descripción me basaré en los procedimientos utilizados por la calificadora Moody's.

Las categorías de calificación y sus correspondientes significados están descriptas en el Anexo I.

Calificación en Categoría E

La primera etapa de la calificación analiza la calidad, cantidad y veracidad de la información con la que cuenta la calificadora para realizar el estudio correspondiente.

Es importante que el emisor posea estados contables anuales con información representativa para los últimos dos ejercicios anuales como mínimo, a menos que se trate de emisores de reciente constitución. Además los dictámenes de los auditores externos de dichos estados contables no deben tener abstención de opinión u opinión adversa. El emisor debe estar dispuesto a proporcionar a la calificadora todos los datos que sean necesarios para realizar un análisis correcto y dicha información debe ser válida, en el sentido de no contener datos falsos que induzcan a conclusiones erróneas por parte de la calificadora.

Si alguno de los requisitos anteriores no se cumple, la emisión será calificada con la Categoría E.

Calificación en Categoría D

La segunda etapa analiza distintos aspectos de la situación del emisor. Éste no debe encontrarse en proceso de firma de convenios de pago con sus acreedores, si la calificadora presume que la entidad no es capaz de cumplir sin dificultades con las cláusulas que dichos convenios establecen. Además el emisor no debe haber solicitado la apertura de su concurso preventivo de acreedores ni encontrarse en situación de incumplimiento de los servicios de capital o intereses del instrumento calificado. De lo contrario, el emisor será calificado con la Categoría D.

Calificación de la Categoría Inicial

Para la calificación de la Categoría Inicial se calculan el Índice Normal de Solvencia (I.N.S.) y los Índices Financieros. Estos datos se combinan en una matriz de doble entrada que por un lado muestra la calificación de los índices financieros y por el otro la calificación que corresponde de acuerdo al I.N.S. obtenido. La matriz se expone en el Anexo II.

Para obtener el I.N.S. se calcula el cociente entre el EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*), es decir el resultado final contable antes de deducir los montos erogados por intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones; y los Gastos Financieros originados por las deudas del emisor, y se promedian los resultados para los años considerados. Es decir,

$$\text{I.N.S.} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Gastos Financieros}}$$

Los Índices Financieros corresponden a aquellos que determinan la situación financiera y contable de la empresa, como por ejemplo la evolución del pasivo a corto y largo plazo, la liquidez corriente y ácida, indicadores de endeudamiento e indicadores de rentabilidad. Éstos se califican en nivel de riesgo alto, medio o bajo (nivel 1, 2 ó 3 respectivamente), según el siguiente criterio: Si el indicador es persistentemente positivo, Nivel 1; si el indicador presenta valores con signos positivos o negativos en forma alternada a través de los años considerados (tendencia neutra), Nivel 2; y si el indicador es persistente y significativamente negativo, Nivel 3.

Los Indicadores Financieros se califican en conjunto de la siguiente manera: si existen dos o más índices calificados en Nivel 3, el grupo como un todo califica en Nivel 3; si un índice cualquiera es calificado en Nivel 3 o más de la mitad de los índices califican en Nivel 2, el grupo como un todo califica en Nivel 2; y si no se está en ninguno de los casos anteriores, el grupo como un todo califica en Nivel 1.

A partir de la matriz de solvencia del Anexo II se determinan las respectivas categorías de la Calificación Inicial: A, B, o C.

Calificación de la Categoría Intermedia

Es ésta la etapa de la calificación en la cual se analizan más profundamente mayor detalle los componentes de la estrategia del emisor.

Para el cálculo de la Categoría Intermedia se analizan por un lado el Riesgo de la Industria y Posición del Emisor en su Sector y por el otro las Características de la Empresa. Este análisis modifica o mantiene la calificación de la Categoría Inicial. En esta etapa de la calificación los indicadores que se analizan son cualitativos a diferencia de los de la categoría inicial, que eran cuantitativos.

El análisis del **Riesgo de la Industria y Posición del emisor en su sector** comprende la revisión de la fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la empresa; la fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la industria y el contexto económico en general; la naturaleza e intensidad de la competencia; las barreras de entrada y/o salida del negocio y del sector; la participación de mercado, su tamaño y el riesgo por importación; las regulaciones, tarifas, normas y subsidios que afectan al sector y/o empresa; la existencia de ciclos propios del sector y/o empresa; la exposición a concentración de clientes y/o proveedores; la eficiencia relativa y/o ventajas comparativas y las estrategias de desarrollo.

Observamos aquí una alta dosis de análisis estratégico, como se planteó en la hipótesis, con conceptos que se refieren básicamente al análisis de la estrategia competitiva, tema que se desarrolla en detalle en el capítulo siguiente de este trabajo.

Los elementos que se analizan son calificados en nivel de riesgo alto, medio o bajo (nivel 1, 2 ó 3 respectivamente) y en conjunto se califican de acuerdo al siguiente criterio: Si existen tres o más variables calificadas en Nivel 3, el Riesgo industria califica en Nivel 3;

si más de la mitad de las variables califican en Nivel 2, califica en Nivel 2; y si no se está en ninguno de los casos anteriores, en Nivel 1.

Para el análisis de las **Características de la empresa** se estudian su organización y su propiedad. De nuevo aquí se analizan aspectos estratégicos, en este caso correspondientes a la capacidad del *management* de la empresa para llevar adelante la estrategia corporativa, tema que al igual que la estrategia competitiva se desarrolla en el capítulo siguiente.

Mientras más coherente y formalmente estructurada sea la organización, menor considera la calificadora el riesgo por este concepto sobre la solvencia de la empresa. También se analizan la gestión y competencia de los administradores y su influencia sobre la solvencia resultante, teniendo en cuenta su preparación, experiencia, trayectoria comercial y permanencia en la empresa.

Los indicadores que evalúan lo anterior se califican como de riesgo alto o bajo. Si existen más de dos que merecen una calificación de alto riesgo en relación a la solvencia del emisor, la calificación del grupo es Nivel 2; en caso contrario, el riesgo por concepto organizacional califica en Nivel 1.

Para el análisis de la propiedad se analiza cómo los dueños ejercen el control sobre las decisiones de la administración y cómo influyen en la forma como se dirige la empresa, en sus posibilidades futuras y en general sobre la solvencia del emisor. Estos indicadores se evalúan en función de la dispersión de la propiedad en el mercado accionario; la concentración entre los socios o grupos de control diferentes y la relación con su directorio y administración.

La calificación de estos indicadores es en Nivel 1 ó 2 si la propiedad como un todo puede asimilarse a riesgo bajo o alto, respectivamente.

La calificación de las Características de la Empresa se obtiene combinando las calificaciones específicas de la organización y propiedad del siguiente modo: Son Nivel 1 si tanto la organización como la propiedad hubiesen sido calificados en Nivel 1; son Nivel 2 si uno de los grupos, ya sea organización o propiedad ha sido calificado en Nivel 2; y son Nivel 3 si tanto la organización como la propiedad fueron calificados en Nivel 2.

Para obtener la Categoría Intermedia se utiliza la tabla del Anexo III.

Calificación de la Categoría Previa de Solvencia

Para determinar la Categoría Previa de Solvencia se recalculan las dos categorías anteriores.

(a) Recálculo de la Categoría Inicial: Manteniendo constante la calificación de los Índices Financieros y calculando el Índice Proyectado de Solvencia (I.P.S.) - que se define a continuación - se reemplaza este valor en la matriz utilizada para la calificación de la categoría Inicial del Anexo II, en lugar del I.N.S.

El I.P.S. corresponde a un promedio ponderado aritmético de la relación entre el EBITDA y los Gastos Financieros, ambos proyectados. La forma de cálculo es:

$$I.P.S. = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{EBITDA (i) \times (n+1-i)}{Gastos Financieros (i)}}{\sum_{i=1}^N (n+1-i)}$$

Dónde: EBITDA (i) es el EBITDA proyectado para el año (i) y los Gastos Financieros (i) son los gastos financieros proyectados para el año (i). Dichas proyecciones pueden ser efectuadas por la calificadora o por el emisor y revisadas luego por la calificadora.

Para el cálculo de las proyecciones no se consideran más de diez años ya que proyecciones más ambiciosas podrían dejar de tener validez y peso relativo.

(b) Recálculo de la Categoría Intermedia: En base a la Categoría Inicial –del punto (a) anterior -, se obtiene la nueva calificación de la Categoría Intermedia, producto de la incorporación del I.P.S.

Para determinar la calificación de la Categoría Previa de Solvencia se usa la tabla del Anexo IV.

Calificación de la Categoría Final

La Calificación Final se obtiene modificando o manteniendo la calificación de la Solvencia del emisor, teniendo en cuenta el Análisis del Instrumento, que analiza las características del bono, es decir sus resguardos y/o garantías que entregan una protección adicional a la solvencia del emisor.

Los Resguardos son aquellas características adicionales a la solvencia en las que el emisor se compromete a mantener indicadores financieros en límites preestablecidos, a someter sus operaciones a ciertas restricciones o a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los inversores de los bonos y que de no cumplirse, pueden ser causales de aceleración en el pago de las obligaciones contraídas. Para determinar si los resguardos son suficientes se evalúa el cumplimiento de los Índices Financieros y que la calificación de la Categoría Previa de Solvencia no sea D. A juicio de la calificadora, los resguardos deben constituir una protección efectiva para los inversores de los títulos.

Las garantías de un instrumento son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se indican en la emisión; tales como la fianza, prenda, hipotecas, etc., que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones contraídas en la emisión. Serán suficientes si el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que constituyen la emisión son considerados razonables por la calificadora; si en el caso de una caución personal otorgada por una persona jurídica, la capacidad de pago del garante es calificada en una categoría distinta de D o E; o si los bienes entregados en prenda o hipoteca tienen los seguros mínimos necesarios.

La Calificación Final corresponde a una combinación entre la Solvencia del emisor y la suficiencia de Resguardos y/o Garantías. Los criterios de calificación son los aplicados en las tablas del Anexo V.

Hemos visto a lo largo del proceso de calificación previamente descrito el alto contenido de análisis estratégico que realizan las calificadoras de riesgo.

En el siguiente capítulo abordaré el análisis estratégico desde la perspectiva de la estrategia corporativa, de negocios y funcional, para luego analizar el modelo de negocios.

Capítulo 3: La relevancia de la estrategia en la calificación del riesgo

3.1. Definiciones de la estrategia

Hemos hablado de la importancia de la estrategia en la calificación del riesgo crediticio. Pero ¿qué es la estrategia de una empresa? La estrategia trasciende a los planes de negocios. Según James Brian Quinn (Mintzberg, H. y Quinn, J.B., 1992: 5), la estrategia es el “patrón o plan que integra los principales objetivos de una organización, sus políticas y acciones en un todo”. Si está bien formulada, ayuda a asignar los recursos de manera única y viable, al tener en cuenta las fortalezas de la empresa, anticiparse a los cambios del ambiente y prever posibles acciones de los competidores.

La estrategia se compone de los objetivos, que establecen qué se quiere alcanzar y cuándo esos resultados deben ser obtenidos; las políticas o reglas que expresan los límites dentro de los cuales deberían circunscribirse las acciones; los programas que especifican paso a paso la secuencia de acciones necesaria para alcanzar los objetivos principales y expresan cómo éstos se alcanzarán dentro de los límites establecidos por las políticas, a la vez que aseguran que los recursos sean utilizados eficientemente para su consecución y permiten la medición del progreso; y las decisiones estratégicas, que determinan la dirección que sigue una empresa y su viabilidad a la luz de lo predecible, lo impredecible y los cambios repentinos que puedan ocurrir en los ambientes externos.

Dado que la estrategia determina la dirección que tomará una empresa (por lo que el analista que va a calificar el riesgo crediticio no puede dejar su estudio de lado), su formulación no puede ser considerada una mera alineación de programas para alcanzar objetivos predeterminados. Las estrategias efectivas se desarrollan alrededor de una serie de conceptos fundamentales que le dan cohesión, balance y enfoque.

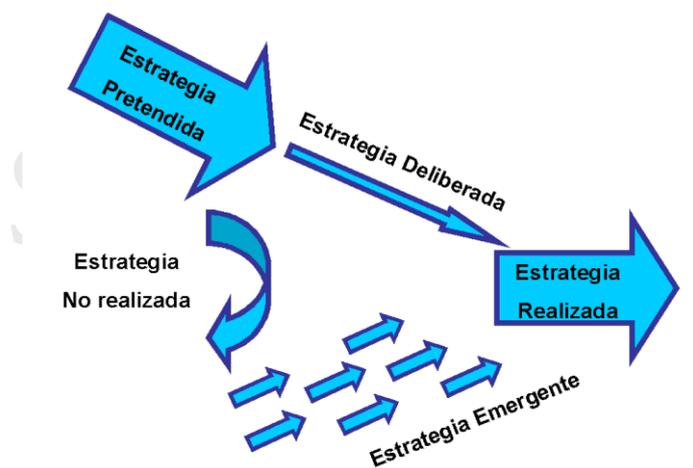
La estrategia trata no sólo con lo impredecible sino también con lo desconocido. Nadie puede predecir la forma en que las fuerzas externas que afectan a una empresa actuarán en conjunto. Por eso, la esencia de la estrategia radica en construir una postura lo suficientemente fuerte como para que la organización pueda alcanzar sus objetivos a pesar del rumbo que dichas fuerzas pudieran tomar. Es entonces acertado el estudio de la estrategia de los emisores en cuanto a su respuesta ante distintos escenarios posibles por parte de las calificadoras de riesgo.

Las calificadoras analizan las distintas manifestaciones de la estrategia, ya que si bien dan preponderancia a los planes y a la estrategia realizada de las empresas, prestan atención también a aquellas situaciones externas a las compañías que modifican su rumbo, dando origen a estrategias emergentes que no fueron deliberadamente realizadas.

Henry Mintzberg (Mintzberg, H. y Quinn, J.B., 1992: 12) considera que la estrategia puede ser definida desde distintos puntos de vista. En primer lugar, como un plan conscientemente destinado a cumplir con un curso de acción, una guía para enfrentar ciertas situaciones.

Segundo, la estrategia puede considerarse un patrón de comportamiento, que por definición es una corriente de acciones. La estrategia analizada desde este punto de vista es la consistencia en el comportamiento, sea éste pretendido o no. Por ejemplo, cuando Picasso pintó de azul por un tiempo tenía una estrategia, así como también era estrategia que Ford ofreciera su Modelo T sólo en negro.

Gráfico N°2: Estrategias deliberadas y emergentes



Fuente: Mintzberg, H. & Quinn, J.B. "The Strategy Process. Concepts and Contexts", pág. 14.

Las definiciones de estrategia como plan o como patrón de comportamiento resultante pueden ser muy independientes una de otra: los planes pueden no llegar a realizarse, mientras que los patrones pueden aparecer sin ser preconcebidos. Podemos identificar a la primera estrategia como *pretendida* y a la segunda como *realizada*, entonces se pueden distinguir a las estrategias *deliberadas*, donde se realizaron las intenciones que se

pretendían, de las estrategias *emergentes*, dónde se desarrollaron patrones ante la ausencia de intenciones o a pesar de ellas, que quedaron *no realizadas*.

La tercera definición describe a la estrategia como la manera de posicionar a la compañía en el ambiente. Según esta definición, la estrategia es la fuerza que liga a la organización con su entorno, es decir la unión entre el contexto interno y el externo. En términos de *management*, la estrategia se convierte en el dominio o el territorio en dónde los recursos se concentran.

Esta definición es compatible con las dos anteriores. Una posición puede ser preseleccionada por medio de un plan o alcanzada con un patrón de comportamiento. Una posición ocupada implica un nicho de mercado, es decir un terreno que se ocupa para evitar la competencia.

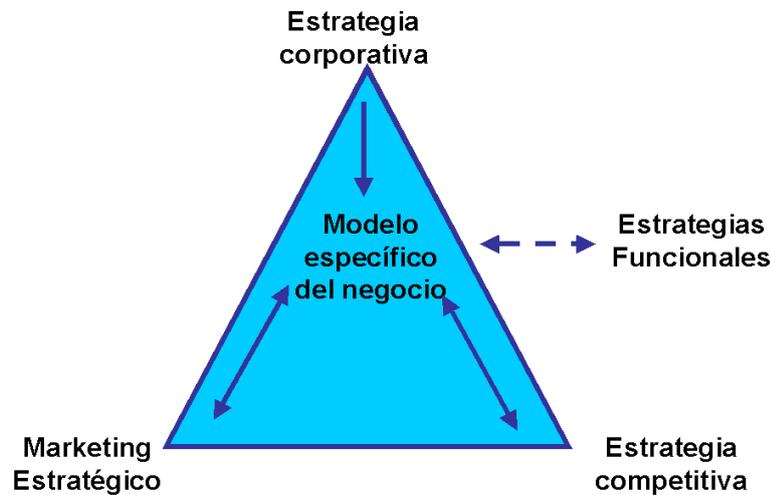
Por último, la estrategia puede definirse como una perspectiva. Aquí, su contenido no es sólo una posición elegida sino también una manera de percibir el mundo. Por ejemplo, algunas organizaciones privilegian la logística o ponen su énfasis en la atención al cliente y de destacan por ello, al crear una ideología a su alrededor.

Según esta visión, la estrategia es a la organización lo que la personalidad es al individuo. Sugiere que la estrategia es un concepto, lo que implica que las estrategias son abstracciones que existen sólo en las mentes de las partes interesadas.

Planeamiento estratégico

Armando Bertagnini (Bertagnini, 2000: 50) señala la importancia de desarrollar una dimensión que englobe a todas las corrientes de la estrategia que los distintos autores analizan, en una sola. Dicha importancia radica en la necesidad que surge hoy en día de tratar con múltiples factores que requieren el uso simultáneo de diferentes herramientas.

Gráfico N°3: Coherencia interna de las definiciones estratégicas



Fuente: Adaptación de Bertagnini, A. "Estrategia, management y el cambio. El estado actual del debate", pág. 51.

El planeamiento estratégico consiste en un esfuerzo organizacional por especificar completamente la estrategia de una empresa y la asignación de las responsabilidades para su ejecución.

En este capítulo intentaré hacer una síntesis de la estrategia desde tres perspectivas identificadas como las dimensiones esenciales de cualquier proceso de planeamiento estratégico: la corporativa, la de negocios (que abarca a la estrategia competitiva y al marketing estratégico) y la funcional. Se describirá luego el modelo de negocios.

3.2. Estrategia corporativa

Trata las decisiones que abarcan a toda la firma, siendo ésta última el foco de análisis. Se trata de decisiones que no pueden ser descentralizadas.

Mientras que unas pocas compañías tienen estrategias corporativas creadoras de valor la mayoría de las corporaciones, según la visión de Goold (Goold, M. et. al. 1994: 3), lo destruyen. Las corporaciones diversificadas enfrentan un gran desafío dado que muchas de ellas no cuentan con una estrategia corporativa consistente que guíe las decisiones del nivel corporativo. Estas decisiones se relacionan con dos preguntas fundamentales: ¿Cómo debería la corporación influenciar y relacionarse con los negocios que controla? y ¿En qué industrias debería invertir sus recursos la compañía? Esta última pregunta tiene que ver con

decisiones de *portfolio*, es decir las actividades en las que una compañía debería invertir sus recursos monetarios y de *management*.

La estrategia corporativa debería guiar ambos tipos de decisiones. ¿Pero qué es la estrategia corporativa? Para muchas compañías se trata de la suma de las estrategias de cada división junto con algunos objetivos amplios y quizás una misión que abarca a toda la compañía, muy similar a la de muchas otras empresas.

Pero la estrategia corporativa consiste en ligar las características de la corporación con las características de cada negocio de manera tal que conduzca a una ventaja competitiva ahora y en el futuro, es decir a una ventaja competitiva sustentable.

Para desarrollarla, el primer paso consiste en **explorar el ambiente** externo a la compañía para identificar las oportunidades y amenazas que la pueden afectar, teniendo en cuenta el impacto de las presiones externas sobre los distintos negocios.

Por otro lado, se debe hacer un **análisis interno** de la compañía, para luego definir su misión, la segmentación de sus negocios, la integración de estos por medio de estrategias verticales y horizontales, y la filosofía corporativa. De las anteriores se desprenden las fortalezas y debilidades de la corporación.

Es importante analizar las características de cada negocio para juzgar el encaje o *fit* de cada uno con la corporación. Para ello se debe analizar la performance de cada negocio. ¿Está funcionando el negocio tan bien como podría esperarse dada su posición competitiva y su enfoque de mercado? Si no es así, existe una oportunidad para mejorar. Cuando los negocios encajan con la corporación, se está creando valor. Cuando el *fit* no es el adecuado, el valor se está destruyendo.

A partir de la exploración del ambiente externo e interno de la empresa surgen los objetivos estratégicos y la performance corporativa deseada; el modo de asignar los recursos para satisfacer los requerimientos de la corporación, los negocios y las funciones; el diseño de la infraestructura de los *managers*, que incluye la estructura organizacional y los sistemas administrativos de la firma; y la selección, promoción y motivación del personal clave.

El nivel corporativo debe cumplir, según Hax y Majluf (Hax, A. y Majluf, N., 1996: 184) con tres imperativos fundamentales. El primero es el imperativo de liderazgo que

generalmente se asocia con la persona del CEO, encargado de definir la visión de la firma y comunicarla de forma que genere entusiasmo entre los miembros de la compañía. El segundo imperativo es el económico, que tiene que ver con la creación de valor en el nivel corporativo. Desde este punto de vista, el rol del nivel corporativo consiste en asegurar que el valor total de la firma sea superior al valor que sumarían las partes individualmente. Por último, el nivel corporativo debe cumplir con el imperativo del *management*, que es el más importante determinante para la implementación exitosa de una estrategia corporativa. Incluye dos tareas importantes como el diseño de los procesos del *management* y el tratamiento de los recursos humanos.

En el cuadro del Anexo VI se resumen los elementos fundamentales para la definición de la estrategia corporativa.

3.3. Estrategia de negocios

Es la que se aplica a las unidades estratégicas de negocios (UEN), es decir las unidades operativas que agrupan una serie definida de productos o servicios que se venden a un grupo uniforme de consumidores, enfrentando a una serie determinada de competidores (Hax, A. y Majluf, N., 1996: 43).

La estrategia de negocios es la que se encarga de posicionar el negocio de manera de responder efectivamente a las necesidades del consumidor en forma superior a la de los competidores para así obtener una performance financiera favorable.

Para ello se debe, en primer lugar, definir la misión del negocio, que incluye dónde competir (alcance del negocio) y cómo competir (desarrollo de competencias únicas del negocio).

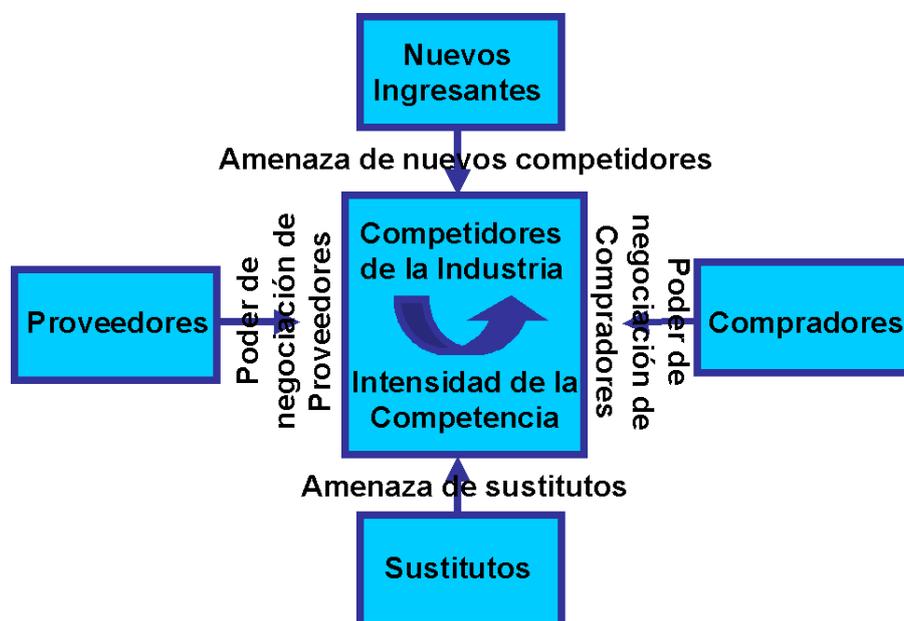
3.3.1. Estrategia Competitiva

Por medio de una **exploración del ambiente** externo a la compañía, se intentan identificar las oportunidades y amenazas en los mercados en los que opera el negocio, estudiando la estructura actual de la industria y sus tendencias esperadas para el futuro. La principal herramienta utilizada para este análisis es el modelo de las 5 fuerzas de Porter (Porter, M. 1979, citado por Mintzberg, H. y Quinn, B.1992: 61).

Para Porter la esencia del diseño estratégico radica en el manejo de la competencia, cuya intensidad depende de cinco fuerzas básicas que en conjunto determinan el potencial de ganancia en una industria. Mientras más débiles sean esas fuerzas colectivamente, mayores serán las probabilidades para una empresa de alcanzar una performance superior.

El autor destaca el posicionamiento, ya que para él el objetivo del estratega corporativo es encontrar una posición en la industria en la que su compañía pueda defenderse mejor contra la presión de las fuerzas competitivas o dónde pueda influenciarlas en su favor.

Gráfico N°4: Cinco fuerzas competitivas de Porter



Fuente: Porter, M., "How competitive forces shape strategy". En Mintzberg, H. & Quinn, J.B. "The Strategy Process. Concepts and Contexts", pág. 62.

Las fuerzas que predominan a la hora de moldear la competencia son diferentes para cada industria. El estratega debería conocer cuáles son aquellas que afectan principalmente al sector en dónde se encuentra su empresa.

1. Amenaza de entrada

Aquellos que ingresan a la industria traen nuevas capacidades, el deseo de ganar una porción de mercado y generalmente muchos recursos. Mientras más altas sean las barreras de entrada y más represalias reciban las nuevas empresas por parte de los competidores ya establecidos, existirán para la industria menos amenazas.

Hay seis principales barreras de entrada: En primer lugar las economías de escala que dificultan la entrada al forzar a los competidores aspirantes a entrar a producir a gran escala o a aceptar una desventaja en cuanto a los costos. Segundo, la diferenciación de productos, que obliga a los ingresantes a invertir importantes sumas en publicidad para sobreponerse a la lealtad de los consumidores hacia una marca ya establecida. En tercer lugar existen los requerimientos de capital, es decir la necesidad de invertir grandes recursos financieros para poder competir. Cuarto, las desventajas en los costos que las empresas afianzadas pueden disfrutar como consecuencia de los efectos de la curva de aprendizaje, de la propiedad de tecnología, el acceso a mejores fuentes de materias primas, subsidios gubernamentales, propiedad de patentes o ubicaciones favorables. Quinto, el acceso a canales de distribución, ya que mientras más limitados sean los canales de distribución y más dominados estén por los competidores existentes, más dura será la entrada a esa industria para los nuevos competidores. Por último las políticas gubernamentales, que pueden limitar o hasta prohibir la entrada a una industria por medio de controles como el requerimiento de una licencia, o el establecimiento de límites para el acceso a la materia prima.

2. Proveedores poderosos

Los proveedores pueden ejercer su poder de negociación sobre los participantes de una industria subiendo los precios o bajando la calidad de los productos o servicios que venden. El poder de un proveedor depende de la situación del mercado y de la importancia relativa de sus ventas para la industria, con relación al negocio total.

Un proveedor es poderoso si su producto es único o al menos diferenciado; si ha creado *switching costs*, los costos que los compradores deben enfrentar para cambiar de proveedor; si no está obligado a competir con otros productos para vender a una industria; y si posee una amenaza creíble de integrarse hacia adelante en el negocio, lo que le permite aumentar su poder de negociación ante sus compradores.

3. Compradores poderosos

Los clientes pueden forzar los precios a la baja, demandar calidad superior o más servicios, todo ello a expensas de la rentabilidad de la industria.

Un comprador es poderoso si compra en grandes volúmenes; si los productos que compra de la industria son estandarizados o no diferenciados, ya que puede encontrar fácilmente otro proveedor y mejorar así su poder de negociación a la hora de comprar; si el producto que compra no afecta la calidad de sus productos o servicios, ya que si así fuera el comprador sería menos sensible al precio de los insumos; si posee una amenaza creíble de integrarse hacia atrás en el negocio para fabricar él mismo lo que compra, lo que le permite aumentar su poder de negociación ante sus proveedores.

4. Productos sustitutos

Al establecer un techo en los precios, los productos o servicios sustitutos limitan el potencial de una industria. A no ser que pueda mejorar la calidad del producto o diferenciarlo de alguna forma, la industria sufrirá en cuanto a ganancias y, posiblemente, en cuanto a crecimiento.

5. Intensidad de la competencia

La rivalidad entre los competidores de una industria generalmente toma la forma de guerra de precios, introducción de nuevos productos y campañas de publicidad.

La competencia intensa está relacionada a una serie de factores, como por ejemplo que los competidores sean numerosos o muy diferentes en cuanto a tamaño o poder; que el crecimiento de la industria sea lento, llevando a fusiones o adquisiciones para aumentar el *market share*; que el producto o servicio no esté diferenciado o no posea *switching costs*, lo que aumenta la capacidad de elección de los compradores; que los costos fijos sean altos o el producto sea perecedero, lo que genera la tentación de disminuir los precios para poder vender; y que las barreras de salida sean altas, como por ejemplo por activos especializados, lo que hace que las compañías sigan compitiendo aunque quizás estén obteniendo rendimientos bajos o negativos sobre la inversión.

El segundo plano del análisis para el desarrollo de una estrategia de negocios es el interno. Haciendo un **escrutinio interno** de la compañía, se determina la posición competitiva del negocio por medio de un examen detallado de las actividades en la cadena de valor de Porter (Porter, M., 1991, citado por Mintzberg, H. y Quinn, B. 1992: 73). Este proceso resalta las fortalezas y debilidades básicas del negocio.

La cadena de valor es una manera sistemática de examinar todas las actividades que desarrolla una firma y su interacción para analizar las fuentes de ventajas competitivas. Muestra el valor total, que consiste de actividades de valor y del margen. Las actividades de valor son las actividades físicas y tecnológicas distintivas que lleva a cabo una firma; son los elementos que utiliza la empresa para crear productos de valor para sus compradores. El margen es la diferencia entre el valor total y el costo colectivo de llevar a cabo las actividades de valor.

Las actividades de valor pueden ser divididas en dos grupos: las actividades primarias y las actividades de apoyo. Las primarias son las que tienen que ver con la creación física del producto y su venta y transferencia al comprador, así como también la asistencia post-venta. Las actividades de apoyo son las que sostienen a las primarias por medio de las compras, la tecnología, los recursos humanos y otras funciones.

Gráfico N°5: Cadena de valor



Fuente: Porter, M., "How competitive forces shape strategy". En Mintzberg, H. & Quinn, J.B. "The Strategy Process. Concepts and Contexts", pág. 73.

El escrutinio interno de la empresa incluye además la definición de la estrategia genérica que se adoptará. Las estrategias genéricas de Porter (Porter, M., 1991, citado por Mintzberg, H. y Quinn, B. 1992: 74) son estrategias para distinguir el *core business* o la ventaja competitiva que puede tener un negocio.

Para el autor las opciones se limitan a bajos costos o diferenciación. Al combinarlas con la esfera de acción de las operaciones de la firma, es decir el rango de segmentos de mercado que ésta abarca, producen tres estrategias genéricas para alcanzar una performance por encima del promedio en una industria: liderazgo en costos, diferenciación y enfoque o alta segmentación (campo de acción pequeño).

Gráfico N°6: Estrategias genéricas

Fuente: Porter, M., "How competitive forces shape strategy". En Mintzberg, H. & Quinn, J.B. "The Strategy Process. Concepts and Contexts", pág. 74.

La determinación de la estrategia genérica a seguir depende del objetivo estratégico (muestra de mercado amplia o reducida), las ventajas competitivas (logística, Recursos Humanos, etc.), la línea de productos (amplia o restringida) y el enfoque de producción (diferenciación, bajos costos).

El liderazgo en costos implica que la UEN establece una posición de ventaja en costos sobre sus competidores en la industria. La diferenciación significa que la UEN ofrece algo único, que no puedan ofrecer sus competidores, y que es valorado por los clientes. Debe ser algo percibido como único en toda la industria. El foco consiste en concentrarse en un grupo de compradores particulares, en una línea de productos o en un mercado geográfico.

Para Porter, las firmas que quieren ganar una ventaja competitiva deben elegir entre estas tres estrategias, cuyo rol consiste en crear valor para los compradores generando una rentabilidad para las empresas.

3.3.2. Marketing estratégico

En su libro *Marketing Management*, Kotler (Kotler, P., 1994: 6) define al marketing como "un proceso social por medio del cual los individuos y grupos obtienen lo que necesitan creando, ofreciendo e intercambiando productos de valor con otras personas. El marketing se compone de todas las actividades por medio de las cuales una compañía se adapta al entorno creativamente y de manera rentable; es la herramienta para convertir las necesidades sociales en oportunidades beneficiosas".

El marketing estratégico es un proceso de control (Wilensky A., 1997: 165) que se efectúa siguiendo de cerca al consumidor, tanto antes como después de cada una de las decisiones de posicionamiento estratégico, desde que se elige la marca del producto, el diseño de su envase, el mensaje publicitario y la acción de los canales de distribución hasta la fijación del precio.

Una compañía puede elegir una posición en el mercado y obtener altos retornos. Pero si las barreras de entrada a ese negocio no son altas, pronto se verá perjudicado por la entrada de nuevos competidores que forzarán el precio de su producto a la baja. Ante esta situación la única alternativa es la diferenciación que le permita cobrar un precio *premium* basado en el valor extra que perciben los consumidores.

La diferenciación “es el acto de diseñar una serie de rasgos que distingan la oferta de una compañía con respecto a la de sus competidores” (Kotler, P., 1994: 307). Existen cuatro formas de diferenciación: Se pueden ofrecer productos o servicios mejores con respecto a la competencia, más nuevos al crear una solución que no existía, más rápidos en cuanto a su tiempo de entrega o distribución, o más baratos al mantener la calidad pero a un precio menor de mercado.

Treacy y Wiersema (Treacy, M. y Wiersema, F., 1993, citado por Kotler, P., 1994: 293) distinguen tres estrategias para la diferenciación exitosa de productos que lleve al liderazgo de mercado. La primera es la excelencia operacional que consiste en brindar a los consumidores productos y servicios confiables a precios competitivos y de fácil disponibilidad. La segunda es la intimidad del cliente que se basa en el conocimiento de los consumidores de forma tal de poder responder rápidamente a sus necesidades específicas. La última forma de diferenciación es el liderazgo de productos que se destaca por ofrecer a los clientes productos innovadores.

Cada firma querrá promover aquellas diferencias que llamen más la atención de su mercado *target*, es decir que querrá desarrollar una estrategia de posicionamiento que permita que la oferta de la compañía y su imagen ocupen una posición distintiva y valiosa en la mente de los consumidores del mercado *target*.

En el Anexo VII se sintetizan los elementos fundamentales para la definición de la estrategia de negocios.

3.4. Estrategia Funcional

La estrategia corporativa provee los inputs fundamentales de la estrategia funcional al definir los requerimientos básicos que surgen de la misión de la empresa y de su posicionamiento deseado. Los *managers* deben definir la importancia estratégica al desarrollar capacidades funcionales.

La estrategia de negocios también tiene fuertes implicancias sobre las funciones, pero éstas son más detalladas, con un objetivo central que consiste en apoyar la posición competitiva deseada de cada unidad de negocios. Una estrategia funcional no puede ser generada independientemente del negocio que tratará de apoyar.

Pero la estrategia funcional no sólo consolida los requerimientos funcionales demandados por las estrategias corporativa y de negocios sino que constituye la fuente para el desarrollo de las capacidades únicas de la firma.

Para su desarrollo, se debe **explorar el ambiente** externo, lo que da como resultado un *benchmarking* de las capacidades de la firma contra el standard de la industria, para alcanzar la excelencia de cada función. Es importante para comprender las tendencias de la industria y la posición presente y futura de la empresa respecto de sus competidores.

Manejar estratégicamente las funciones significa estar al tanto de lo que los competidores están haciendo para desarrollar capacidades únicas que le permitan a una empresa igualar o superar a los demás participantes del mercado.

Desde un punto de vista estratégico, no importa como una empresa lleva a cabo sus funciones, sino cómo lo hace en relación a la forma en que lo hacen sus competidores. Por lo tanto, el manejo de las funciones de una empresa requiere del conocimiento de los competidores y sus capacidades y de las capacidades internas de la propia empresa.

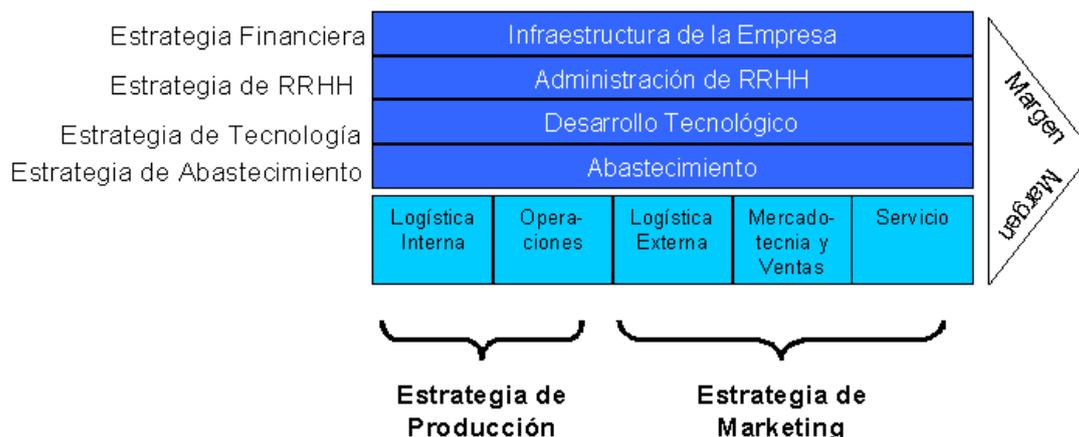
El **escrutinio interno** lleva a la definición y evaluación de las decisiones clave en el nivel funcional. Se deben determinar las habilidades específicas que se podrían desarrollar para lograr ventajas competitivas para cada función, que debería responder a las necesidades corporativas y del negocio y las que surjan de sus características externas e internas.

Las estrategias funcionales, los programas y los presupuestos contienen las respuestas que surgen del análisis previo. Se deben especificar los compromisos estratégicos de las

funciones y traducirlos en responsabilidades funcionales que sean coherentes con los objetivos corporativos y del negocio de largo plazo.

La guía para identificar los focos relevantes de análisis es la cadena de valor. Cada actividad de la firma puede considerarse un área de análisis estratégico funcional.

Gráfico N°7: Áreas centrales de la estrategia funcional



Fuente: Hax, A. & N. Majluf, “The Strategy Concept and Process. A pragmatic approach”, pág. 326.

Para facilitar las interacciones funcionales la firma debe establecer los mecanismos adecuados de coordinación – comités, *managers* integradores, *task forces* y otros- para lograr la alineación correcta entre las funciones cuando se formulan e implementan los objetivos estratégicos. La definición de la estrategia debería reflejar la visión compartida del potencial presente y la proyección futura de la firma.

La síntesis de los conceptos referidos a la estrategia funcional se resumen en el Anexo VIII.

3.5. Modelo de negocios

Tradicionalmente se creía poder alcanzar la rentabilidad simplemente por medio de un alto *market share* o una posición establecida en un mercado en crecimiento. Slywotsky y Morrison (Slywotsky, M. y Morrison D., 1997: 5) afirman que en la actualidad, el foco está puesto en la rentabilidad y en los clientes y no sólo en la porción de mercado o el crecimiento del mercado en el que actúa la empresa.

Hoy en día, la gran cantidad de información disponible hace que los consumidores cuenten con los elementos necesarios para elegir correctamente la mejor opción disponible en cuanto a calidad y precio, forzando a los oferentes de una industria a bajar sus precios cuando un competidor lo hace, o a perder clientes en caso contrario. Esto genera zonas no rentables, que están presentes en todos los mercados y que los autores denominan “agujeros negros del universo económico”, porque el dinero entra en ellos pero la rentabilidad para la empresa nunca sale de allí.

La búsqueda indiscriminada por ganar más *market share* y el creciente poder de los consumidores han llevado a muchas industrias a aumentar su área no rentable. Sin embargo, muchas compañías siguen tratando de “obtener una porción más grande de una torta que está perdiendo todo su valor”.

Para los autores el diseño de un modelo de negocios abarca cuatro dimensiones:

1. Selección de clientes: Una compañía puede elegir el segmento de clientes a los que intentará llegar, teniendo en cuenta las capacidades con las que cuenta para determinar a qué grupo podría servir mejor. Aquí surgen preguntas como ¿a quiénes elijo no tener como mis clientes y a quiénes sí?, ¿para qué clientes puedo agregar valor? y ¿qué clientes me permitirán generar una alta rentabilidad?
2. Captura del valor: Explica cómo es recompensada la empresa por el valor que crea para sus clientes. Emergen cuestiones como ¿en qué forma podemos captar parte del valor que creamos para los consumidores? y ¿cuál es mi modelo de rentabilidad?
3. Control estratégico: Se refiere a la habilidad de la compañía para proteger su flujo de rentabilidad. Las preguntas clave aquí son ¿por qué los clientes deberían comprar mis productos o servicios? y ¿qué es lo que hace que mi producto o servicio sea diferente al de los competidores?
4. Alcance: Se refiere a las actividades de la compañía y a los productos y servicios que ofrece. Lo principal en este punto sería saber ¿qué productos o servicios quiero vender?, ¿qué actividades quiero hacer yo mismo y cuáles quiero tercerizar? y ¿qué cambios necesito hacer para seguir tomando en cuenta primordialmente a los clientes, generar alta rentabilidad y crear control estratégico? En síntesis, ¿cómo sigo siendo sustentablemente rentable?

Con el paso del tiempo, la mayoría de los modelos de negocios no logran generar rentabilidad, porque sus zonas de rentabilidad se han movido. Si la compañía quiere seguir creando valor para sus clientes y operar en una zona rentable, debe reinventar el negocio periódicamente.

Los autores presentan en su libro *The profit zone* (Slywotsky, A. y Morrison, D., 1997: 37) veintidós modelos de negocios rentables junto con ejemplos de quiénes los llevaron a la práctica en cada caso. Los modelos varían desde el conocimiento del cliente, el desarrollo de una pirámide de productos y el aprovechamiento del *timing* para generar retornos antes que los competidores comiencen a erosionar los márgenes de ganancias; hasta la extracción de beneficios del mismo producto una y otra vez, y la especialización, entre otros.

Armando Bertagnini (Bertagnini, A., 2000: 48) sintetiza dichos modelos de negocios clasificando las estrategias desde las puramente basadas en los costos, hasta las que implican la más alta diferenciación de productos o servicios, y pasando por las que combinan ambas posturas. El autor identifica además el área en la cuál se debe invertir para llevar adelante cada estrategia, la clave para la captura del valor y el grado de control del negocio, basándose en el **continuo de control** de Slywotsky y Morrison. Dichos conceptos se resumen en el siguiente diagrama:

Universidad de
San Andrés

Cuadro N°1: Modelos de negocios I

Estrategia general	Inversión en	Clave para capturar el mayor valor	Control del negocio
1. Costos			
1.1. Volumen	Activos tangibles	Economía de escala, efectividad	Muy bajo
2. Costos y diferenciación			
2.1. Excelencia (volumen con retención de clientes)	Calidad, fidelización	Efectividad, compra reiterada	Bajo
2.2. Diferenciación de productos / servicios	Calidad / Procesos	<i>Premium price</i> por diferencia	Medio -
2.3. Innovación de productos / servicios	Innovación	<i>Premium price</i> por liderazgo de producto	Medio
2.4. Diferenciación por “promesa” de la marca	Marca	<i>Premium price</i> por marca	Medio +
2.5. Soluciones para el cliente	Relación con el cliente, desarrollos específicos	<i>Premium price</i> por conocimiento y múltiples productos / servicios	Alto
3. Diferenciación			
3.1. Desarrollo e imposición de “standards”	Creación e imposición del standard	<i>Premium price</i> por manejo del sistema	Muy alto

Fuente: Bertagnini, A. “Estrategia, management y el cambio. El estado actual del debate”, pág. 48.

Otro autor que aborda el tema del modelo de negocios es Arnoldo Hax, que a diferencia de Slywotsky y Morrison, clasifica a las estrategias siguiendo un **continuo de vinculación**.

Cuadro N°2: Modelos de negocios II

Modelo de negocios	Competencia basada en	Estrategias	Aspecto dominante de la estrategia
Mejor producto	La economía del producto	Bajos costos, posicionamiento diferenciado o ambos	Estrategia competitiva
Soluciones totales para el cliente	La economía del cliente	Bajos costos para el cliente o aumento de sus beneficios	Marketing estratégico
Sistema “Lock-in”	La economía de los sistemas	<i>Lock-in</i> de los complementarios, <i>lock-out</i> de los competidores, standard de apropiación	Estrategia corporativa

Fuente: Clase de “Planeamiento y Control” del 21-9-00 de Bertagnini, A.

El modelo de negocios basado en el mejor producto permite a una empresa obtener ganancias gracias al mayor precio que puede cobrar por la diferenciación del producto o

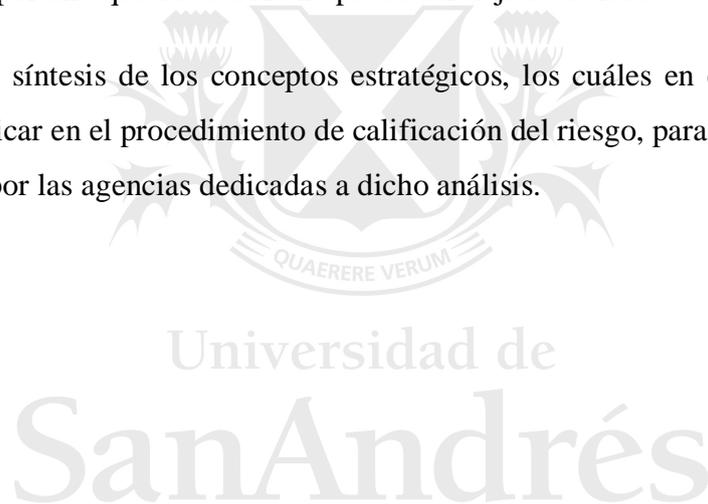
servicio que ofrece; o a causa del bajo costo que requiere para la producción de los anteriores. El aspecto dominante en este caso es la estrategia competitiva.

El modelo de negocios de soluciones totales para el cliente facilita la asociación de la empresa al crecimiento de los consumidores, beneficiándose así ambas partes. En este caso, el aspecto dominante es el marketing estratégico.

En el modelo de negocios de “*Lock-in*” la empresa arma un sistema que encierra a aquellos participantes de la industria que pueden complementar su negocio y brindarle un beneficio; y por otro lado excluye a aquellos competidores que significarían una amenaza para su propia rentabilidad. Aquí es la estrategia corporativa el factor dominante.

El modelo de negocios es uno de los elementos indispensables del planeamiento estratégico y es por ello que su estudio no puede ser dejado de lado.

Aquí termina la síntesis de los conceptos estratégicos, los cuáles en el próximo capítulo intentaré identificar en el procedimiento de calificación del riesgo, para ver hasta qué punto son analizados por las agencias dedicadas a dicho análisis.



Capítulo 4: Contenido estratégico en la calificación del riesgo - análisis comparativo de conceptos

En este capítulo se hará una primera reflexión acerca de los conceptos estratégicos que analizan las calificadoras de riesgo y aquellos que dejan de lado, para luego, en el capítulo siguiente, exponer dos casos prácticos que constaten dichas reflexiones.

Para el análisis, respetaré la estructura que utilicé en el capítulo anterior, basada en las distintas dimensiones del planeamiento estratégico.

En cuanto a la **estrategia corporativa**, las calificadoras analizan las características, la fase y las tendencias futuras de las industrias en las cuáles las compañías calificadas invierten sus recursos. Se trata de una exploración del ambiente externo de las empresas que le permite a la calificadora conocer las amenazas y oportunidades que presenta el mercado.

Además, las agencias calificadoras analizan internamente a las empresas emisoras en cuanto a la influencia que la corporación ejerce sobre sus negocios. Se presta fundamental importancia a los beneficios que para éstos últimos reporta la pertenencia a una corporación que guíe sus estrategias individuales, en concordancia con la estrategia corporativa. Este análisis puede verse claramente en el caso práctico de Telefó y Compañía de Televisión del Atlántico S.A. que se analiza en el capítulo 5 y cuyo detalle se encuentra en los anexos del presente trabajo.

Siguiendo con el escrutinio interno de las compañías, se analiza también para la calificación del riesgo la performance individual de cada negocio, así como las fortalezas y debilidades de cada uno, en cuanto a la competencia que deben enfrentar, las regulaciones del sector, los ciclos propios que pueden condicionar sus resultados, las ventajas derivadas de la posesión de una marca o un subsidio y la experiencia en el mercado en el que se desempeña, entre otros.

En cuanto al análisis de la estructura organizacional y los sistemas administrativos, es importante señalar que el estudio de las calificadoras resulta, a mi entender, incompleto. Esta afirmación se sustenta principalmente en el hecho de que las calificadoras consideran que una organización “coherente y formalmente estructurada” es aquella que puede garantizar un riesgo bajo para la solvencia del emisor. Sabemos en realidad que dichas estructuras pueden ser, en algunos casos, demasiado rígidas como para responder

ágilmente a los cambios en el ambiente que podrían provocar condiciones desfavorables para los resultados de la empresa.

Con respecto a los sistemas administrativos, las calificadoras analizan la capacidad del *management* para llevar a cabo la estrategia que permita alcanzar los objetivos planteados, solamente en cuanto a su preparación, experiencia en industrias relacionadas, trayectoria comercial o permanencia en la empresa. Si bien estos conceptos resultan importantes e imprescindibles para el análisis de los sistemas administrativos, existen aspectos del imperativo de *management* del nivel corporativo que no se analizan, así como tampoco se estudia el imperativo de liderazgo, ambos analizados por Hax y Majluf (Hax, A. y Majluf, N., 1996: 184). A mi criterio, éstos son fundamentales para entender la existencia o no de una creación de valor en el nivel corporativo de una organización.

En lo relacionado a la **estrategia de negocios**, las agencias calificadoras analizan tanto los mercados en los que compete la empresa como la forma en que lo hace.

Identifican, en lo relacionado a la estrategia competitiva, las oportunidades y amenazas que se presentan para cada negocio en el ambiente externo, analizando por ejemplo la intensidad de la competencia en la industria en dónde opera, la exposición a clientes o proveedores poderosos que pudieran forzarlo a contratos desfavorables para su rentabilidad, las barreras de entrada y salida del sector, la participación en el total del mercado, el riesgo que puede surgir en caso de importarse el producto o servicio que el negocio ofrece, sus ventajas comparativas con respecto a los demás participantes del sector, etc. Dicho análisis está sin dudas basado en el modelo de las cinco fuerzas de Porter.

El escrutinio interno incluye para las calificadoras el análisis de las actividades de la cadena de valor, considerando por ejemplo la forma de abastecerse que tiene el negocio, el desarrollo de su tecnología, las campañas de mercadotecnia y ventas, la infraestructura de la empresa, etc. No todos los componentes de la cadena de valor se analizan para cada caso, pero sí los que se consideran más relevantes para su rentabilidad, como se puede apreciar en los casos de Telefó y Compañía de Televisión del Atlántico y Metrogas que se encuentran en el capítulo siguiente y, en más detalle, en los anexos.

Si bien las calificadoras no utilizan el concepto de estrategias genéricas literalmente, analizan la base de la ventaja competitiva de cada negocio en cuanto a las características de

los productos o servicios que ofrecen (teniendo en cuenta su precio y su calidad) y los segmentos a los cuáles están destinados.

Por lo que acabo de mencionar, queda claro que las calificadoras estudian el marketing estratégico de las emisoras en cuanto a la diferenciación de lo que ofrecen al mercado y específicamente al segmento de consumidores al que apuntan.

La dimensión **funcional** de la **estrategia** no se encuentra analizada en las calificaciones del riesgo.

Por último, en lo que respecta al **modelo de negocios** de las emisoras, las agencias calificadoras analizan, en mi opinión, sólo tres de las cuatro dimensiones de su diseño. Analizan la selección de clientes que realizó la empresa, en cuanto al segmento de mercado al que apuntan los productos o servicios que ofrece. Estudian también el control estratégico de la emisora, haciendo uso de herramientas financieras, en lo que se refiere a su capacidad de proteger su flujo de rentabilidad. Consideran el alcance de las actividades de la compañía, en cuanto a las que realizan por sí mismas y aquellas que tercerizan.

Sin embargo, no analizan el modelo de rentabilidad que permitirá a la empresa capturar parte del valor que ofrecen a sus clientes y por lo tanto seguir siendo rentable en el futuro.

Como se desprende del anterior análisis comparativo, las calificadoras analizan muchos de los aspectos que hacen a la estrategia de una empresa, lo que se condice con la importancia que mencioné que daban las agencias de calificación a dichos aspectos en la hipótesis que me planteé al inicio de este trabajo.

Capítulo 5: Casos Prácticos

Los siguientes casos intentan dar un sustento práctico a la hipótesis del trabajo y a las reflexiones comparativas del capítulo precedente.

5.1. Telefé y Compañía de Televisión del Atlántico S.A.

A continuación haré un resumen de la calificación de riesgo *que Humphreys Argentina afiliada a Moody's Investors Service* realizó al Programa Global de Obligaciones Negociables coemitido por Televisión Federal S.A. (Telefé) y Compañía de Televisión del Atlántico S.A., aprobado por los directorios de ambas compañías en noviembre de 1999. Un análisis más detallado se puede encontrar en el Anexo IX.

Calificación de la Categoría Inicial

En esta categoría se analizan aspectos crediticios y sólo crediticios de la emisión que se califica. La evolución de los aspectos financieros de la empresa brinda un claro panorama de su capacidad presente y futura para hacer frente a los compromisos que contrajo al emitir la deuda.

Índice Normal de Solvencia

Para calificar la categoría inicial se calcula el Índice Proyectado de Solvencia (I.P.S.) en reemplazo del índice normal de solvencia que se utiliza para emisores con historia. Se obtiene un I.P.S. igual a 2,40.

Indicadores Financieros

- Evolución de la composición del pasivo a corto y largo plazo: Nivel 2.
- Liquidez corriente y ácida: Nivel 2.
- Indicadores de Endeudamiento: Nivel 3.
- Indicadores de Rentabilidad: Nivel 3.

Calificación Indicadores Financieros: **Nivel 3.**

Por la combinación de un I.P.S. superior a 2,0 e índices financieros calificados en Nivel 3, se otorga a la Categoría Inicial una **Calificación A**.

Calificación de la Categoría Intermedia

Es ésta la categoría de la calificación que se centra en el estudio de los aspectos estratégicos de la emisora y por lo tanto aquella que sustenta la hipótesis central del presente trabajo.

Riesgo de la Industria y Posición del Emisor en su sector

A) Fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la empresa y la industria: En este punto se analiza la situación en que se encuentra la empresa dentro de la industria a la que pertenece. Una industria que ofrece posibilidades de crecimiento para una empresa favorece la probabilidad de que pueda generar los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones crediticias.

El sector de TV abierta, al cual pertenecen los emisores, es un mercado maduro con una establecida infraestructura de programación. Aproximadamente el 97% de los hogares argentinos cuentan con televisores.

Distintas estimaciones sobre la evolución futura del sector coinciden en un patón de crecimiento continuo para los próximos años. Los ingresos para la industria televisiva se mantienen relativamente estables a pesar de las variaciones del PBI. Esto se debe a que la TV no sufre el impacto de las crisis de la misma manera que otros sectores de nuestra economía.

Los emisores consideran que sus negocios tienen aún potencial suficiente para aumentar sus actividades.

La calificadora considera que la industria y la empresa se encuentran en crecimiento, por lo que las califica en **Nivel 1**.

B) Naturaleza e intensidad de la competencia - Participación de mercado, tamaño de este y riesgo por importación: Para el análisis del riesgo, el nivel de competencia en la industria a la que pertenece el emisor es fundamental, al igual que el *market share*.

Una gran porción de mercado facilitaría la generación de recursos para el pago de la deuda emitida.

La industria de la teledifusión compite por la participación en el mercado y los ingresos de publicidad con la televisión por cable, los sistemas satelitales de difusión directa, la radio y los diarios, entre otros.

Telefé tiene el 39 % del *market share*.

La calificadora considera que la presión ejercida por los competidores de la industria es baja, a la vez que la empresa posee una importante participación en el total del mercado. Por eso califica este indicador en **Nivel 1**.

C) Barreras a la entrada o salida del negocio y del sector: Altas barreras de entrada a una industria dificultan el ingreso de nuevos jugadores que podrían disputar la porción de mercado de la empresa emisora, disminuyendo sus ganancias y dificultando el cumplimiento de los pagos de la deuda.

Una de las barreras de entrada al negocio es la necesidad de contar con una licencia de autorización para emitir señales, otorgada por el Comfer.

La actividad no exige inversión en maquinarias tradicionales, pero requiere el uso de tecnologías específicas y el conocimiento del negocio por parte de sus administradores y propietarios. Telefé aprovecha la sinergia de la asociación con Telefónica Media, generando una barrera de entrada para potenciales competidores.

La calificadora considera que la empresa posee un riesgo bajo de que nuevos competidores ingresen a la industria, por lo que califica este concepto en **Nivel 1**.

D) Regulaciones, tarifas, normas y subsidios que afectan al sector y/o empresa: Este tipo de controles pueden perjudicar o favorecer la capacidad de una empresa para afrontar los pagos de su deuda.

La televisión y la radio se encuentran reguladas por el Comité Federal de Radiodifusión (COMFER). Las emisoras deben obtener una licencia para operar una estación de televisión o radio, que se adjudica por 15 años. La licencia de Telefé vence en el 2014 y las de Televisoras del Interior, entre el 2007 y el 2008.

El riesgo que representan las anteriores regulaciones para la rentabilidad de la empresa es bajo, por lo que la calificadora lo clasifica en **Nivel 1**.

E) Existencia de ciclos propios del sector y/o empresa: Una baja en las ventas de una empresa pueden provocar dificultades para cumplir con sus compromisos crediticios.

Existe un fuerte factor de estacionalidad en las ventas de las emisoras. Los ingresos por publicidad son mayores en el último trimestre del año, debido al alto nivel de publicidad transmitido antes del período de vacaciones. Los emisores utilizan el verano, donde los ingresos por publicidad son más bajos, como período de prueba para nuevos lanzamientos.

El riesgo por este concepto es considerado como moderado por la calificadora, por lo que se le otorga un **Nivel 2**.

F) Concentración de proveedores y/o clientes: Compradores o proveedores muy poderosos pueden ejercer su poder de negociación sobre las empresas perjudicándolas en cuanto a los términos de los contratos y minando su capacidad de pago de la deuda contraída.

No existe para estas empresas una materia prima entendida en términos tradicionales.

La principal fuente de ingresos de Telefé y la única de los canales del interior es la venta de publicidad. Entre los anunciantes se encuentran las principales empresas de productos de consumo masivo, de telecomunicaciones, campañas políticas, etc.

El poder de los compradores y proveedores no se considera como un riesgo para la empresa por lo que se lo califica en **Nivel 1**.

G) Eficiencia relativa y/o ventajas comparativas y liderazgo técnico: El contar con una ventaja competitiva sobre sus competidores es para una empresa una fuente segura de generación de recursos, más aún si se encuentra en una industria en crecimiento.

Cada una de las emisoras de televisión cuenta con instalaciones de transmisión en la Argentina, siendo la mayoría de ellas de propiedad de Telefé o Atlántico.

La tecnología que utilizan las empresas es conocida y tiene una adecuada difusión; ha experimentado una fuerte expansión, siendo cada vez mayor su disponibilidad y uso.

La empresa considera a la tecnología de la empresa como apropiada y eficiente para el normal desarrollo de sus actividades, por lo que se le otorga **Nivel 1** a esta categoría.

La calificadora considera que tanto el riesgo derivado de la industria como el derivado de la posición del emisor en el sector son bajos, es decir que no afectan la solvencia de los emisores, y por tanto se califica en **Nivel 1** por este concepto.

Características de las empresas

A) Organización: La forma en que está estructurada la empresa y la capacidad de los *managers* para llevar a cabo la estrategia pretendida es clave para la consecución de los objetivos que le permitan enfrentar sus compromisos crediticios.

La composición que muestran los directorios de Telefé y de Atlántico es idéntica. Todos los ejecutivos cuentan con una amplia experiencia y trayectoria en el mercado.

Al 31 de diciembre de 1999, Telefé y Atlántico contaban, en conjunto, con 1.450 empleados. Las empresas cuentan con un amplio programa de capacitación para su personal.

Se desprende una estructura muy especializada, con recursos humanos de primer nivel. Por lo tanto, la calificadora asigna un **Nivel 1** a la organización.

B) Propiedad: La distribución de la propiedad accionaria de una empresa puede ser importante para el respaldo de su capacidad de pago.

El 99% del capital accionario de Telefé y el 96% de Atlántico forman parte del grupo Atlántida Comunicaciones (AtCo). En Mayo de 2000, Telefónica Media, la empresa de comunicación más grande de todo el habla hispana y portuguesa, adquirió la mayor parte de los activos del grupo de medios AtCo.

Dada la solidez del accionista principal, en cuanto a recursos patrimoniales, financieros y su experiencia, la solvencia de los emisores está sumamente respaldada. La calificadora asigna a este concepto **Nivel 1**.

A su vez, por las calificaciones de la Organización - Nivel 1- y de la Propiedad - Nivel 1-, el grupo califica como un todo en **Nivel 1**, es decir condición de bajo riesgo. Esto mantiene la Categoría Intermedia en **Categoría A**.

Categoría Previa

En esta categoría se sensibilizan las categorías anteriormente calculadas haciendo uso de proyecciones.

- Recálculo de la Categoría Inicial: Categoría A.
- Recálculo de la Categoría Intermedia: Categoría A.
- Índice Proyectado de Solvencia Sensibilizado: 2,02.

La combinación de una categoría intermedia A y una rentabilidad proyectada en Categoría A, determinan que la Categoría Previa de Solvencia se califique en **Categoría A**.

Calificación Final

- Resguardos: Nivel 1.
- Garantías: Nivel 0.

Dado que los resguardos son suficientes pero las garantías insuficientes, el análisis del instrumento califica en **Nivel 1**, es decir que no añade atributos que independicen el pago de las Obligaciones de la Solvencia del Emisor, manteniéndose por tanto la calificación de la categoría anterior, es decir **Categoría A**.

Dictamen

Categoría A

A lo largo de la calificación de Telefé y Atlántico pudimos ver como los analistas dan una importancia significativa a los conceptos referidos a la estrategia de los emisores, si bien califican en última instancia el riesgo crediticio de sus emisiones.

El siguiente cuadro resume los conceptos estratégicos analizados en la calificación de Telefé y Compañía de Televisión del Atlántico S.A.

Cuadro N° 3(a): Síntesis de conceptos estratégicos analizados en el Caso I

Nivel Estratégico Proceso Estratégico	Estrategia de Negocios		
	Estrategia Corporativa	Estrategias Competitivas	Marketing Estratégico
Estrategia Pretendida (Plan Intentado)	<ul style="list-style-type: none"> Estrategias de desarrollo: Sinergia con Telefónica Media, expansión en Internet a través de Terra. 	<ul style="list-style-type: none"> Estrategias de desarrollo: Sinergia con Telefónica Media, venta de <i>merchandising</i>, eventos, películas, musicales, expansión en Internet a través de Terra. 	
Estrategia Deliberada (Estrategia Pretendida + Plan Estratégico)	<ul style="list-style-type: none"> Decisiones de <i>Portfolio</i>: Adquisición de empresas relacionadas, fusiones para disminución de costos. 	<ul style="list-style-type: none"> Ventajas comparativas: tecnologías de avanzada, pertenencia a una corporación exitosa, recursos humanos. 	
Estrategias Emergentes	<ul style="list-style-type: none"> Fase en que se encuentra la empresa y la industria: Crecimiento. Existencia de ciclos propios del sector o empresa: Fuerte estacionalidad de ventas de publicidad, períodos de prueba en verano. 		
Estrategia Realizada (Patrón resultante)	<ul style="list-style-type: none"> Imperativo Económico: Indicadores de endeudamiento y rentabilidad. Análisis de la competencia: Canales de TV rivales y sus <i>marketshares</i>. Características de los negocios individuales: Telefé, Atlántico, Canales del interior. Ventajas de pertenecer a la corporación: Sinergias, expansión en Internet, cobertura internacional. Imperativo de los <i>managers</i>: muy experimentados en el mercado. Distribución de la propiedad: Porcentaje alto de pertenencia a AtCo. 	<ul style="list-style-type: none"> Intensidad de la competencia: Análisis de canales competidores. Poder de proveedores: No existe materia prima, fusión para disminución de costos. Poder de compradores: Venta de publicidad es principal fuente de ingresos, aunque no se ve afectada por recesiones. Amenaza de entrada (barreras de entrada): licencia del Comfer, capacidades tecnológicas, conocimiento del negocio. Tamaño del mercado y participación en él: Telefé tiene el 39% del mercado. Ventajas comparativas: tecnologías de avanzada, asociación con TISA, recursos humanos. Regulaciones del entorno legal: Licencia del Comfer, canon al Comfer. 	<ul style="list-style-type: none"> Diferenciación por, excelencia operacional (tecnologías, recursos humanos), y liderazgo de productos (programas con mayor <i>rating</i>, calidad y variedad)

Cuadro N° 3(b): Síntesis de conceptos estratégicos analizados en el Caso I

Nivel Estratégico Proceso Estratégico	Estrategia Funcional	Modelo de Negocios
Estrategia Pretendida (Plan Intentado)		<ul style="list-style-type: none"> • Selección de clientes: Amplia audiencia en términos de edad, sexo y nivel económico • Alcance de las actividades: Estudios propios, tecnología propia.
Estrategia Deliberada (Estrategia Pretendida + Plan Estratégico)		<ul style="list-style-type: none"> • Control estratégico: rentabilidad basada en ingresos por publicidad. Análisis de indicadores de rentabilidad.
Estrategias Emergentes		
Estrategia Realizada (Patrón resultante)		



5.2. Metrogas S.A.

La siguiente descripción corresponde a un resumen de la calificación efectuada *por Humphreys Argentina afiliada a Moody's Investors Service* al Programa Global de Obligaciones Negociables de Metrogas S.A., que fue aprobado por el Directorio de la Sociedad el 27 de abril de 1999. Al igual que en el caso anterior, la versión más extensa del análisis se encuentra en los anexos, bajo el Anexo X.

Calificación de la Categoría Inicial

Como ya mencioné, en esta categoría se analizan los aspectos crediticios y sólo crediticios de la deuda emitida, de modo que la calificadora adquiera un panorama de la capacidad financiera de la empresa para hacer frente a los compromisos que asumió con la emisión.

Índice Normal de Solvencia

El índice normal de solvencia es igual a **4,94** para el período 1994/2000.

Indicadores Financieros

- Evolución de la composición del pasivo a corto y largo plazo: Nivel 1.
- Liquidez corriente y ácida: Nivel 2.
- Indicadores de Endeudamiento: Nivel 1.
- Indicadores de Rentabilidad: Nivel 1.

Calificación de los indicadores financieros: **Nivel 1.**

Dada la combinación de un I.N.S. superior a 1,5 y los índices financieros calificados en Nivel 1, se otorga a la Categoría Inicial una **Calificación A.**

Calificación de la Categoría Intermedia

En esta categoría se encuentra el principal sustento a la hipótesis de mi trabajo, ya que en ella la calificadora pone el énfasis sobre los aspectos estratégicos de la empresa emisora.

Riesgo de la Industria y Posición del Emisor en su sector

A) Fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la industria y naturaleza e intensidad de la competencia: En este ítem se analizan las características de la industria en la que se desempeña la emisora, así como el nivel de competencia al que debe enfrentarse.

Metrogas S.A. es la más grande de las ocho empresas de distribución formadas luego de la privatización de Gas del Estado. A septiembre de 2000, sus usuarios representaban el 32,4% del total del mercado y el gas entregado por la empresa en el período comprendido entre octubre de 1999 y septiembre de 2000 equivalía al 26,6% del entregado por el total de las distribuidoras. Esto, sumado a que actúa en un mercado cautivo, le da a Metrogas una gran estabilidad dentro de su sector. La siguiente empresa de distribución de gas en cuanto a participación en el mercado total, tenía aproximadamente el 20,7% a septiembre de 2000, lo que muestra la fuerte concentración de los clientes en las dos principales empresas.

El campo de exportación del gas natural fue significativo durante 2000. En el período acumulado de enero a noviembre de ese año se exportaron 3.822.705.000 de m³ del sistema de transporte y de los productores en forma directa. El 97,9% de dichas exportaciones tuvieron como destino a Chile.

A nivel de la industria del gas, se puede destacar que las empresas que mayores ganancias reportan son las transportadoras, superando los resultados de las ocho empresas distribuidoras. Esto se debe a que las ventas de las primeras no sufren variaciones por oscilaciones en la demanda debido a factores climáticos o económicos, a diferencia de lo que ocurre con las segundas.

La industria posee bajos riesgos y se encuentra en una fase de estabilidad. La intensidad de la competencia es también baja. Por lo tanto se califica por este concepto en **Nivel 1**.

B) Barreras a la entrada y/o salida del negocio y del sector: Las barreras de entrada pueden minar el acceso de nuevos competidores a la industria y disminuir así el riesgo de que la emisora deba resignar una porción de su *market share*, lo que comprometería su capacidad de hacer frente al pago de la deuda. Asimismo, las barreras de salida pueden hacer que el emisor vea su salida del mercado dificultada.

La privatización de Gas del Estado se llevó a cabo en junio de 1992. Las funciones de compra, procesamiento, transporte, distribución y venta de gas que desempeñaba Gas del Estado, fueron reemplazadas por la creación de diez nuevas empresas - dos de transporte y ocho de distribución- cada una de las cuales está habilitada y regulada por un nuevo marco regulatorio.

Aquellas empresas interesadas en la licitación de los servicios debían cumplir con requisitos impuestos por el gobierno, como la posesión de un patrimonio mínimo de 200 millones, y la necesidad de incluir en su grupo a un operador técnico con experiencia en el manejo de una compañía distribuidora que suministrara gas a al menos 500.000 consumidores particulares.

El término inicial de la licencia, que habilita a la empresa para desempeñarse en el área metropolitana de Buenos Aires es de 35 años, pero Metrogas tiene la opción a una prórroga por 10 años más siempre que haya cumplido en forma substancial con sus obligaciones.

Por lo anteriormente mencionado, se considera que la situación de la empresa con respecto a las barreras de entrada y salida del negocio son favorables, por lo que se califica en **Nivel 1** por este concepto.

C) Participación de mercado, tamaño de éste y riesgo por importación: Una amplia porción de mercado, permitiría a una empresa la consecución de resultados positivos que le permitirían hacer frente a los compromisos de su deuda. Además, la importación del producto o servicio que ofrece podría disminuir su *market share*.

Durante el año 2000, el consumo aumentó debido a las bajas temperaturas registradas en el invierno. Las ventas de procesamiento de gas natural y de gas natural comprimido también aumentaron levemente.

Metrogas depende en buena medida de sus ventas a las centrales eléctricas para mantener un alto factor de utilización de su capacidad de transporte en firme. La proporción de las ventas a las centrales eléctricas creció considerablemente en relación con el año 1999.

Por lo anterior, se califica a este indicador como de **Nivel 1**.

D) Regulaciones, tarifas normas y subsidios que afectan al sector y/o empresa: Los anteriores afectan la capacidad de afrontar la deuda por parte de un emisor al favorecer o perjudicar su posición en el mercado.

La tarifa final al usuario surge de la sumatoria del precio del gas, la tarifa por transporte y el margen de distribución. Esta tarifa tiene dos componentes ajustables de acuerdo a las resoluciones emanadas del ENARGAS: El precio del gas se ajusta en mayo y octubre de cada año, obedeciendo a factores estacionales, y la tarifa de transporte y margen de distribución se ajustan en enero y julio por las variaciones en el índice de precios al productor (precios industriales) de los EEUU, y en forma quinquenal a determinar por la autoridad regulatoria.

A los clientes residenciales se les factura bimestralmente. Al resto de los clientes, mensualmente.

No existen subsidios en el sector.

Dadas las características regulatorias del sector, se califica por este concepto en **Nivel 1**.

E) Existencia de ciclos propios del sector y/o empresa: Los ciclos que afecten a una empresa pueden hacer que sus ingresos se vean perjudicados o favorecidos, determinando así su capacidad de hacer frente a los compromisos de la deuda.

La influencia de la estacionalidad en el negocio de Metrogas repercute en las ventas trimestrales, ya que en el verano disminuye el consumo residencial de gas natural.

Se otorga un **Nivel 2**.

F) Exposición a la concentración de clientes y proveedores: Si los compradores o proveedores de la emisora son muy poderosos pueden forzarla a pactar contratos que no la favorezcan y que perjudiquen por tanto su capacidad de cumplir con la deuda asumida.

Los clientes de la empresa están muy atomizados.

Por el lado de la oferta de gas existen 19 cuencas sedimentarias conocidas en el país. El gas cargado por Metrogas en el ingreso al sistema de transporte proviene de las cuencas de Neuquén y Austral. Basado en las cifras publicadas de suministro de gas y en el

crecimiento estimado en la demanda de los consumidores, Metrogas S.A. anticipa que contará con las provisiones suficientes de gas como para cumplir con sus obligaciones respecto a sus consumidores en el mediano plazo.

Se otorga un **Nivel 1** a este ítem de la categoría intermedia.

G) Estrategias de expansión: Los planes futuros de la empresa pueden comprometer su rentabilidad o, por el contrario, favorecerla.

La empresa está sujeta a inversiones anuales obligatorias, tendientes a mejorar cada día el servicio que ofrece, y las cumple. Se otorga un **Nivel 1** a este indicador.

Tanto los de indicadores de riesgo de la industria como los de la posición del emisor en el sector indican que el riesgo para la emisora es bajo. Por lo tanto se califica por este concepto en **Nivel 1**.

Características de la empresa

A) Organización: Los objetivos planteados por la empresa son los que, en caso de ser cumplidos, le permitirán alcanzar la rentabilidad necesaria para hacer frente a los compromisos crediticios derivados de la emisión de deuda. Es por eso que el análisis de las características de la organización que intentará alcanzar dichas metas es de fundamental importancia para estimar el riesgo de incumplimiento de las obligaciones. Para la calificadora, mientras más coherente y formalmente estructurada sea la organización y más técnicamente se administre, menor será el riesgo por este concepto sobre la solvencia de la empresa.

El personal total de la compañía parecía haberse estabilizado a partir de diciembre de 1998. Sin embargo de acuerdo a la última información suministrada por la empresa, la cantidad de empleados se incrementa en el ejercicio 2000. Todos los directivos de la empresa cuentan con una amplia trayectoria en la industria y con varios años de gestión en Metrogas.

La empresa cuenta con una importante red de oficinas comerciales establecidas en los principales centros de la Capital Federal y partidos del conurbano. Posee además una estructura adecuadamente adaptada a las necesidades de la empresa

Se califica a la organización como de riesgo bajo, o **Nivel 1**.

B) Propiedad: La forma en que se distribuye la propiedad de una empresa puede ser determinante para su capacidad y voluntad de hacer frente a los compromisos derivados de la emisión de deuda. El análisis de la propiedad reflejará cómo los dueños ejercen el control sobre las decisiones de la administración y cómo influyen sobre la forma de dirigir la empresa, en sus posibilidades futuras y en general sobre la solvencia del emisor.

El principal accionista y sociedad controlante de Metrogas S.A. es Gas Argentino S.A., con una participación del 70%. Un 10% corresponde al Programa de Propiedad Participada (P.P.P.); 5,5% pertenece directamente a British Gas; y el 14,5% restante fue colocado entre inversores privados, por venta en oferta pública local e internacional que efectuó el gobierno. De dicha venta, Consolidar AFJP concentró la mayor participación, con un monto equivalente al 1,8% del capital accionario de la emisora.

Gas Argentino S.A. es una empresa *holding* cuyo accionista principal es British Gas PLC, con vasta experiencia en empresas similares y gran capacidad administrativa y técnica para el manejo de la empresa. Ha ocupado con su personal los principales puestos directivos-operativos en Metrogas S.A. y es el asistente técnico de la empresa en lo referente a la instalación de equipos, distribución de gas, operaciones, reglamentaciones, entrenamiento del personal, etc.

La calificación de los indicadores es **Nivel 1** dado que se considera que la propiedad como un todo presenta riesgo bajo.

Dadas las calificaciones de la Organización y la Propiedad, el grupo de características de la empresa califica como un todo en **Nivel 1**, manteniéndose la calificación de la Categoría Intermedia en **Categoría A**.

Categoría Previa

En ésta, la calificadora sensibiliza las categorías anteriores teniendo en cuenta las perspectivas de la industria y los planes de la empresa para enfrentar las dificultades que se pudieran presentar.

- Recálculo de la Categoría Inicial: Categoría A.

- Recálculo de la Categoría Intermedia: Categoría A.
- Índice Proyectado de Solvencia: 3,98.

La combinación de una categoría intermedia y una rentabilidad proyectada en Categoría A, determinan que la Categoría Previa de Solvencia se califique en **Categoría A**.

Calificación Final

- Resguardos: Suficientes.
- Garantías: Suficientes.

La Calificadora estima que la Solvencia del Emisor se mantiene al analizar las características del instrumento. Por lo tanto corresponde mantener la **Categoría A**.

Subcategoría

Para determinar la subcategoría se toman en cuenta las consideraciones finales que se exponen a continuación:

- El pasivo corriente disminuye considerablemente entre diciembre de 1999 y diciembre de 2000, luego de tres ejercicios anuales consecutivos en alza.
- La evolución de las ventas y de los resultados finales de la compañía fue favorable, incluso en períodos de recesión.

Dictamen

Categoría AAA

Al igual que en el caso anterior, vimos en la calificación de Metrogas como la calificadora da una importancia significativa al estudio de los componentes estratégicos del emisor, aún cuando lo que califican finalmente es el riesgo crediticio de incumplimiento de la deuda.

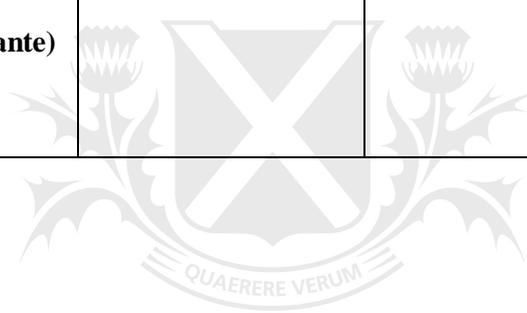
Se presenta a continuación un cuadro sintetizando los componentes de la estrategia de Metrogas S.A. analizados por la calificadora de riesgo.

Cuadro N° 4(a): Síntesis de conceptos estratégicos analizados en el Caso II

Proceso Estratégico / Nivel Estratégico	Estrategia de Negocios		
	Estrategia Corporativa	Estrategias Competitivas	Marketing Estratégico
Estrategia Pretendida (Plan Intentado)	<ul style="list-style-type: none"> Estrategias de desarrollo: Inversiones anuales obligatorias. 	<ul style="list-style-type: none"> Estrategias de desarrollo: Inversiones anuales obligatorias. 	
Estrategia Deliberada (Estrategia Pretendida + Plan Estratégico)		<ul style="list-style-type: none"> Ventajas comparativas: posesión de una licencia desde 1992 por 35 años. Es la más grande de las 8 compañías distribuidoras creadas por la privatización de Gas del Estado. 	
Estrategias Emergentes	<ul style="list-style-type: none"> Fase en que se encuentra la empresa y la industria: Estable. Existencia de ciclos propios del sector o empresa: Fuerte estacionalidad de consumo dependiendo de las temperaturas registradas. Aumento del consumo en invierno. 		
Estrategia Realizada (Patrón resultante)	<ul style="list-style-type: none"> Imperativo Económico: Indicadores de endeudamiento y rentabilidad. Análisis de la competencia: Inexistente por contar la empresa con un mercado cautivo. Ventajas de pertenecer a la corporación: Compañías controlantes muy reconocidas en el mundo que brindan apoyo tecnológico, respaldo financiero y experiencia. Imperativo de los <i>managers</i>: muy experimentados en el mercado. Distribución de la propiedad: Porcentaje alto de pertenencia a British Gas. 	<ul style="list-style-type: none"> Intensidad de la competencia: Inexistente por contar la empresa con un mercado cautivo. Poder de proveedores: Reservas que se estima brindarán las provisiones suficientes para el mediano plazo. Poder de compradores: Clientes muy atomizados. Amenaza de entrada (barreras de entrada): obligaciones derivadas de la Ley de Gas. Licencia con la que cuenta la empresa. Capacidades tecnológicas, conocimiento del negocio. Tamaño del mercado y participación en él: 32,5% de usuarios totales del mercado. Ventajas comparativas: posesión de licencia que genera mercado cautivo. Regulaciones del entorno legal: Licencia para brindar servicio. Ley del Gas. 	<ul style="list-style-type: none"> Diferenciación: No existe. Producto estandarizado y sin competencia.

Cuadro N° 4(b): Síntesis de conceptos estratégicos analizados en el Caso II

Nivel Estratégico Proceso Estratégico	Estrategia Funcional	Modelo de Negocios
Estrategia Pretendida (Plan Intentado)		<ul style="list-style-type: none"> Selección de clientes: Determinados por la zona de alcance que le corresponde a la empresa por contrato.
Estrategia Deliberada (Estrategia Pretendida + Plan Estratégico)		<ul style="list-style-type: none"> Control estratégico: rentabilidad basada en posesión de licencia para operar. Análisis de indicadores de rentabilidad.
Estrategias Emergentes		
Estrategia Realizada (Patrón resultante)		



Universidad de
San Andrés

Capítulo 6: Conclusiones

Se ha demostrado en este trabajo que, aún cuando la calificación del riesgo se concentra en la determinación de la probabilidad de incumplimiento en los pagos por parte de las empresas emisoras de títulos, el análisis de las estrategias de esas empresas es esencial para este tipo de estudios.

El comprender la estrategia de los emisores adquiere mayor importancia cuánto mayor es el plazo de vencimiento de la deuda emitida, ya que los indicadores financieros y sus proyecciones no resultan suficientes para predecir la capacidad futura de afrontar los compromisos derivados de la deuda por parte de un emisor. Complementando dicho análisis con el de la estrategia a largo plazo de las empresas, se puede tener una idea más clara de sus posibilidades de cumplir en tiempo y forma con esos compromisos, por ser la estrategia un factor crítico para la calidad crediticia del emisor.

Las calificadoras dan una significativa importancia a las estrategias de los emisores, al enfatizar el análisis de los distintos niveles y procesos que las componen. Tal es el caso de la exploración del ambiente externo que hacen para conocer las amenazas y oportunidades a las que se enfrenta la corporación, el estudio de la influencia que ésta ejerce sobre los distintos negocios y la performance individual de cada uno de ellos; el conocimiento de los mercados en los que compite la empresa y la forma en la que lo hace; su estrategia competitiva (utilizando los elementos del modelo de las cinco fuerzas de Porter), la importancia de sus actividades y el enfoque de su producción (bajos costos o diferenciación); y en cuanto al modelo de negocios, el *target* de sus productos o servicios (selección de sus clientes), el control estratégico y el alcance de sus actividades.

No obstante, las calificadoras habitualmente dejan de lado determinados aspectos estratégicos, como por ejemplo un estudio exhaustivo de la estructura organizacional y los sistemas administrativos, el análisis de las estrategias funcionales y el modelo de rentabilidad que forma parte del modelo de negocios

Lo anterior fue constatado en los casos de Telefé y Compañía de Televisión del Atlántico S.A. y Metrogas S.A., que se estudiaron en cuanto al contenido de análisis estratégico realizado por la calificadora.

Es importante aclarar que el objetivo de este trabajo no fue el de criticar el estudio que realizan las calificadoras, así como tampoco se intentó proponer sistemas alternativos o perfeccionados para el análisis estratégico, si bien el tema resulta de sumo interés para trabajos posteriores.

He pretendido demostrar que aún cuando las calificadoras de riesgo emiten su opinión acerca de la calidad crediticia y sólo crediticia de las emisiones de deuda, analizan para ello los distintos niveles y procesos que hacen a la estrategia de las empresas. Considero que el objetivo planteado en esta investigación se ha cumplido.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

- Bertagnini, A. “*Estrategia, management y el cambio. El estado actual del debate*”, Colección “Estrategias de negocios”, Ed. Coyuntura SAC, Buenos Aires, 2000.
- Goold, M., Campbell A. et. al. “*Corporate level strategy. Creating value in the multibusiness company*”, Ed. John Wiley & Sons Inc., New York, 1994.
- Hax, A. & N. Majluf, “*The Strategy Concept and Process. A pragmatic approach*”, Second edition, Ed. Prentice Hall Inc., New Jersey, 1996.
- Kotler, P. “*Marketing Management. Analysis, planning, implementation and control*”, Eighth edition, Ed. Prentice Hall Inc., New Jersey, 1994.
- Mintzberg, H. & Quinn, J.B. “*The Strategy Process. Concepts and Contexts*”, Ed. Prentice Hall Inc., New Jersey, 1992.
- Moody’s Investors Service Inc., “*Global Credit Analysis*”, Ed. Total Graphics Ltd., London, 1992.
- Porter, M., “How competitive forces shape strategy”. En Mintzberg, H. & Quinn, J.B. “*The Strategy Process. Concepts and Contexts*”, Ed. Prentice Hall Inc., New Jersey, 1992.
- Slywotsky, A. & Morrison, D. “*The profit zone*”, Ed. Times Business, New York, 1997.
- Wilensky, A. “*Marketing Estratégico*”, Ed. Fondo de cultura económica de Argentina S.A., Buenos Aires, 1997.

Material On-line

- www.mercado.com.ar
- www.moodyresearch.com
- www.standardandpoors.com

Glosario

Calificación del riesgo	9
Diferenciación	32
Estrategia	21
Estrategia competitiva	26
Estrategia corporativa	24
Estrategia de negocios	26
Estrategia funcional	33
Marketing Estratégico	31
Marketing	31
Modelo de negocios	34
Planeamiento estratégico	23
UEN (Unidad Estratégica de Negocios)	26



Universidad de
San Andrés

Anexos

Anexo I: Definiciones de calificaciones de riesgo

1. Calificaciones según la calificadora Moody's Investors Service

Categoría AAA: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una excelente capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados y que cualesquiera que sean las variaciones predecibles en el emisor, industria a la que pertenece o economía, no afectarán su solvencia en ningún grado.

Categoría AA: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una excelente capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados. No se verá alterada su solvencia frente a variaciones predecibles en el emisor, industria a la que pertenece o economía.

Categoría A: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una muy buena capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados y gran resistencia frente a variaciones predecibles en el emisor, industria a la que pertenece o economía.

Categoría BBB: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una buena capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, aunque pueden verse afectados por variaciones propias del emisor, de la industria a la que pertenece o de la economía en general. Tienen altas probabilidades de subir a Categoría A.

Categoría BB: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una regular capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados y que están siendo afectados por variaciones propias del emisor, de la industria a la que pertenece o de la economía en general.

Categoría B: Instrumentos de deuda de emisores que cuentan con una escasa capacidad de pago esperada de sus obligaciones en los términos y plazos pactados y que están afectados por variaciones propias del emisor, de la industria a la que pertenece o de la economía en general.

Categoría C: Instrumentos de deuda de emisores que presentan incertidumbre o retraso en el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados. Existen altas probabilidades de sufrir pérdidas de los intereses.

Categoría D: Instrumentos de deuda de emisores que presentan incumplimiento de sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Categoría E: Instrumentos de deuda cuyos emisores no presentan la información suficiente como para efectuar la calificación de riesgo o cuya información no es válida ni representativa. Comprende también a aquellos emisores que no hayan cumplido debidamente los requisitos de información debidamente impuestos por las normas vigentes y necesarios para la calificación de sus títulos.

La asignación de las subcategorías (AAA, AA, A, BBB, BB y B), quedará a juicio de la Calificadora, debiéndose estipular en el Acuerdo de Calificación respectivo las razones y fundamentos que motivaron dicho dictamen.

Se podrá asignar un signo "+" o "-" a una categoría para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría o subcategoría, debiéndose estipular en el cuerpo del dictamen las razones y fundamentos que motivaron tal agregado.

2. Calificaciones según la calificadora Standard & Poor's

El prefijo ra se antepone a toda calificación de una emisión perteneciente a la Argentina.

Categoría raAAA: Instrumentos de deuda cuyos emisores tienen una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, en relación con otros emisores argentinos.

Categoría raAA: Instrumentos de deuda cuyos emisores se diferencian sólo en un grado muy pequeño de aquellos con la calificación más alta y que tienen una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, en relación con otros emisores argentinos.

Categoría raA: Instrumentos de deuda cuyos emisores son más susceptibles a los efectos adversos de cambios en las circunstancias y las condiciones económicas que los emisores

con calificaciones más altas. Sin embargo, tienen una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, en relación con otros emisores argentinos.

Categoría raBBB: Instrumentos de deuda cuyos emisores tienen una adecuada capacidad para cumplir con sus compromisos financieros en relación con otros emisores argentinos. Sin embargo, condiciones económicas adversas o circunstancias cambiantes pueden llevar a debilitar la capacidad del emisor para hacer frente a sus compromisos financieros.

Categoría raBB: Instrumentos de deuda cuyos emisores tienen una débil capacidad para cumplir con sus compromisos financieros en relación con otros emisores argentinos. El emisor enfrenta permanentes incertidumbres o exposición a condiciones adversas del negocio, financieras o económicas, que podrían resultar en una inadecuada capacidad del emisor para hacer frente a sus compromisos financieros.

Categoría raB: Instrumentos de deuda cuyos emisores tienen una débil capacidad para cumplir con sus compromisos financieros en relación con otros emisores argentinos. Condiciones financieras, del negocio o económicas adversas muy probablemente empeoren o debiliten la capacidad del emisor para hacer frente a sus compromisos financieros.

Categoría raCCC: Instrumentos de deuda cuyos emisores son actualmente vulnerables y que dependen de condiciones favorables del negocio y financieras para poder hacer frente a sus compromisos financieros.

Categoría raCC: Instrumentos de deuda cuyos emisores son actualmente altamente vulnerables a incurrir en *default* en cuanto a sus compromisos financieros

Los *ratings* de “raAA” a “raB” pueden ser modificados al agregarles un signo “+” o un signo “-” para mostrar la fuerza relativa dentro de la categoría de *rating*.

Anexo II: Matriz de Solvencia de la Categoría Inicial

Categoría Inicial	Calificación de los Indicadores Financieros		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
A	$INS \geq 1,5$	$INS \geq 1,75$	$INS \geq 2,0$
B	$1,5 > INS \geq 0,75$	$1,75 > INS \geq 1,0$	$2,0 > INS \geq 1,25$
C	$INS < 0,75$	$INS < 1,0$	$INS < 1,25$

Anexo III: Matriz de la Categoría Intermedia

Categoría Intermedia Resultante	Categoría Inicial	Industria – Sector	Organización / Propiedad
A	A	Nivel 1	Nivel 3
	A	Nivel 3	Nivel 1
	A	Nivel 1	Nivel 1
	A	Nivel 1	Nivel 2
	A	Nivel 2	Nivel 1
	A	Nivel 2	Nivel 2
	B	Nivel 1	Nivel 1
	B	Nivel 2	Nivel 1
B	C	Nivel 1	Nivel 1
	C	Nivel 2	Nivel 1
	A	Nivel 2	Nivel 3
	A	Nivel 3	Nivel 2
	B	Nivel 3	Nivel 1
	B	Nivel 1	Nivel 3
	B	Nivel 2	Nivel 2
	B	Nivel 1	Nivel 2
C	B	Nivel 2	Nivel 3
	B	Nivel 3	Nivel 2
	A	Nivel 3	Nivel 3
	C	Nivel 1	Nivel 2
	C	Nivel 2	Nivel 2
	C	Nivel 1	Nivel 3
	C	Nivel 3	Nivel 1
D	B	Nivel 3	Nivel 3
	C	Nivel 2	Nivel 3
	C	Nivel 3	Nivel 2
	C	Nivel 3	Nivel 3

Anexo IV: Matriz de la Categoría Previa de Solvencia

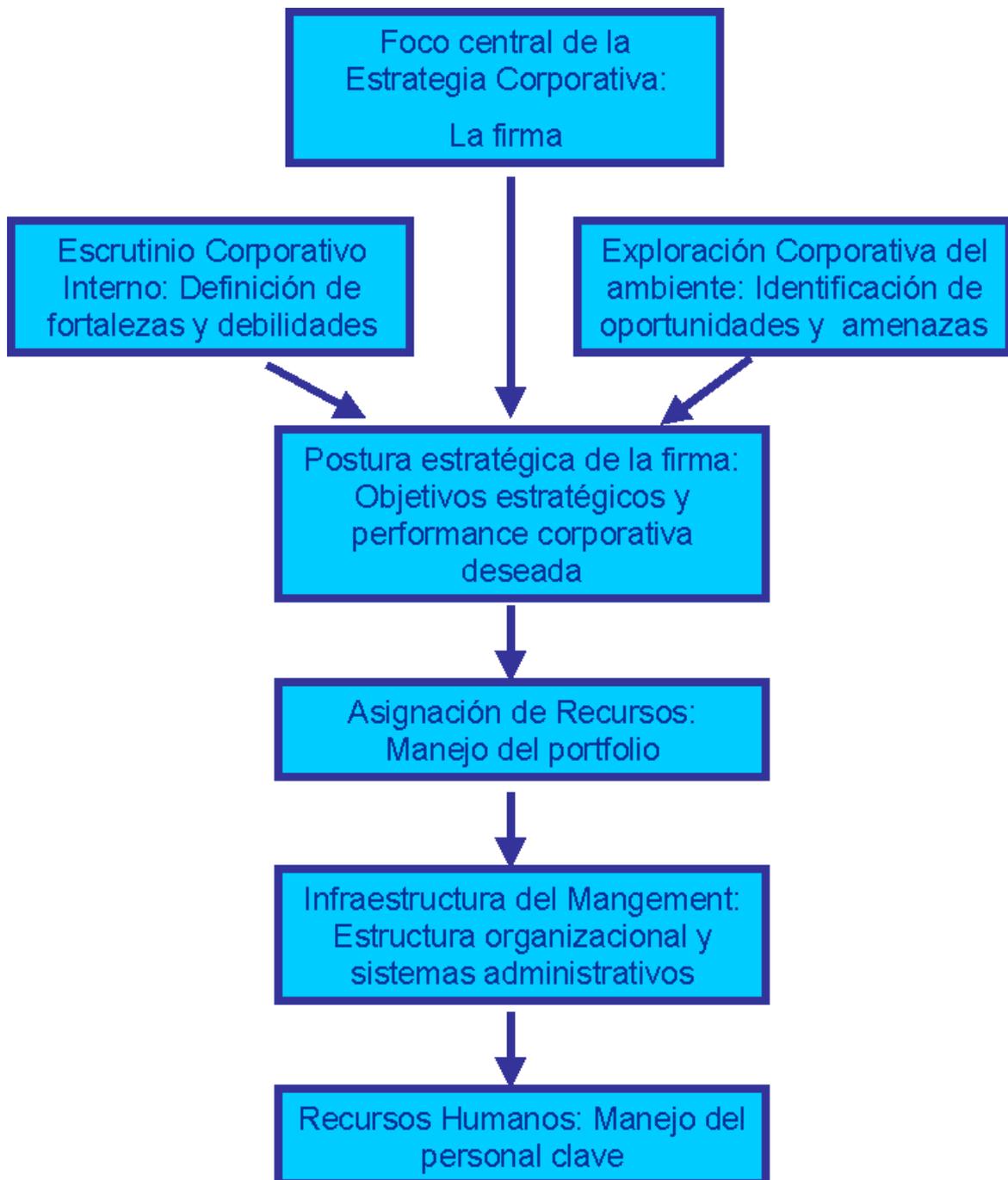
Categoría Previa	Categoría Intermedia	Rentabilidad Proyectada
A	A	A
	B	A
B	B	B
	A	B
	C	A
	C	B
C	C	C
	B	C
	A	C
	A	D
	D	A
	D	B
D	D	C

Anexo V: Matriz de la Calificación Final

Calificación	Resguardos	Garantías
Nivel 3	Nivel 0	Nivel 2
	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 0	Nivel 1
	Nivel 1	Nivel 1
Nivel 1	Nivel 1	Nivel 0
Nivel 0	Nivel 0	Nivel 0

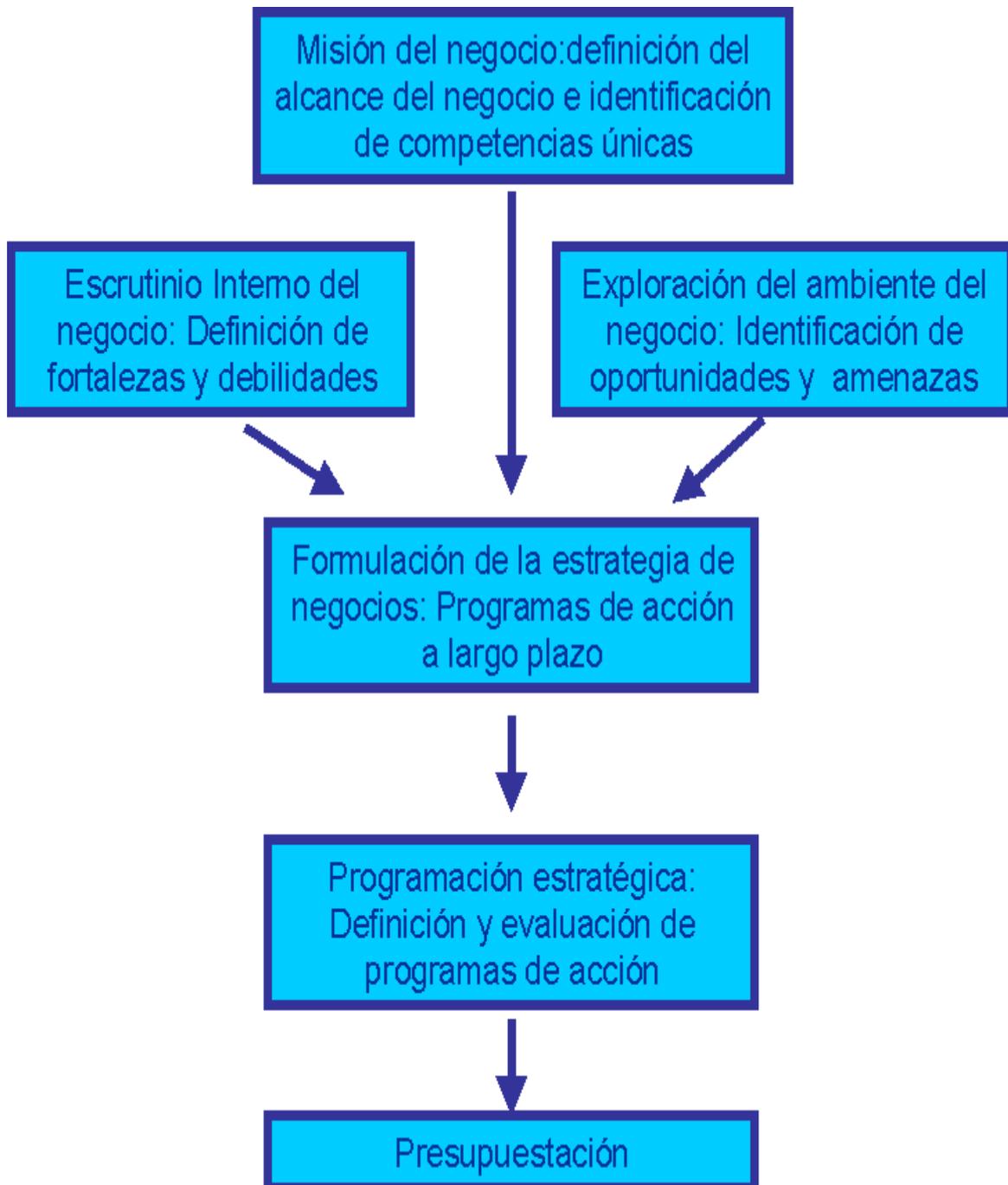
Resguardos y Garantías	Calificación Final
Nivel 3	Sube 2 categorías la solvencia del emisor
Nivel 2	Sube 1 categoría
Nivel 1	Mantiene la categoría
Nivel 0	Baja una categoría

Anexo VI: Estrategia Corporativa



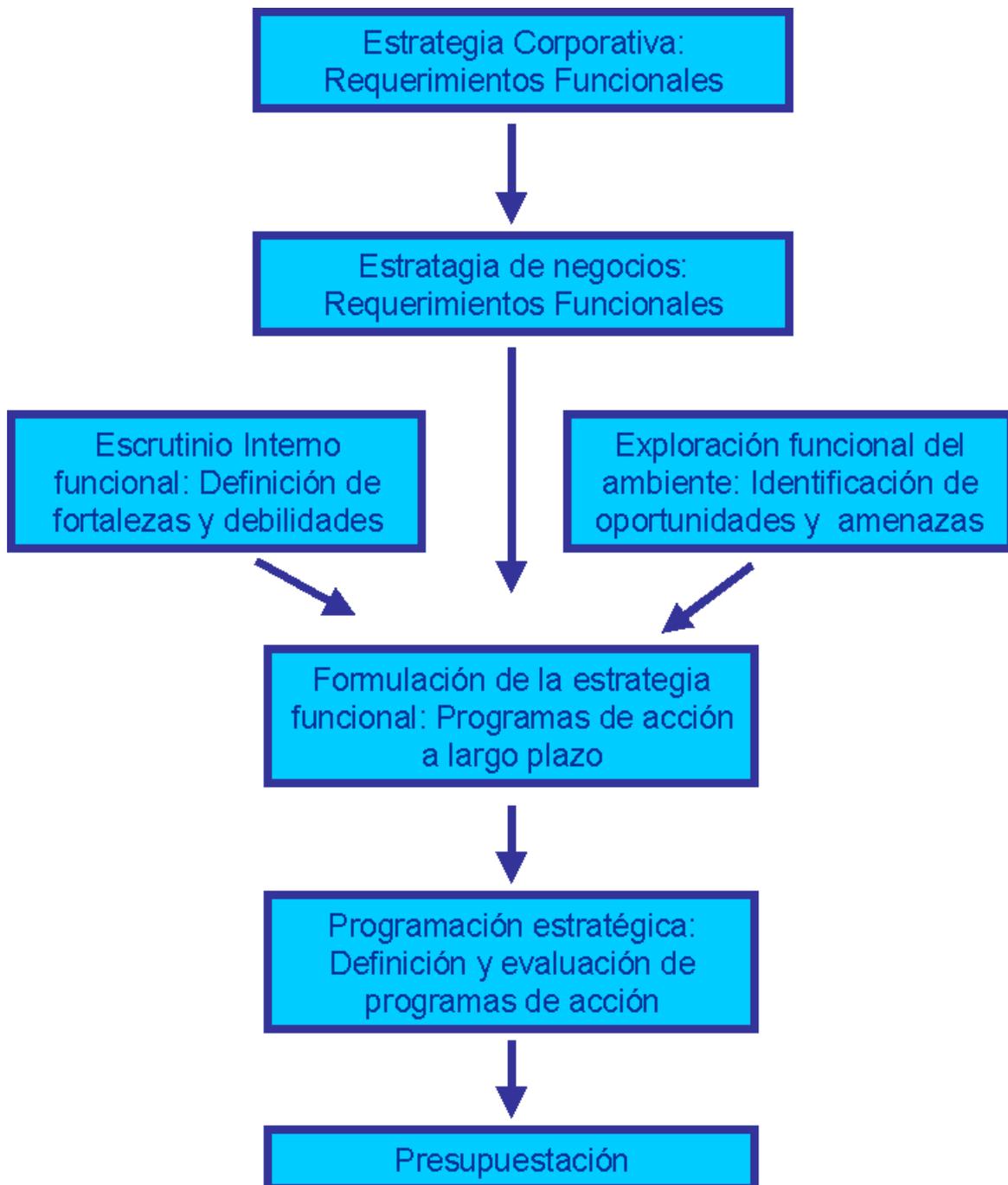
Fuente: Adaptación de Hax, A. & N. Majluf, "The Strategy Concept and Process. A pragmatic approach", Second edition, pág.26

Anexo VII: Estrategia de negocios



Fuente: Adaptación de Hax, A. & N. Majluf, "The Strategy Concept and Process. A pragmatic approach", Second edition, pág. 27

Anexo VIII: Estrategia funcional



Fuente: Adaptación de Hax, A. & N. Majluf, "The Strategy Concept and Process. A pragmatic approach", Second edition, pág. 29

Anexo IX: Telefé y Compañía de Televisión del Atlántico S.A.

La siguiente es la calificación de riesgo que *Humphreys Argentina afiliada a Moody's Investors Service* realizó al Programa Global de Obligaciones Negociables coemitido por Televisión Federal S.A. (Telefé) y Compañía de Televisión del Atlántico S.A., aprobado por los directorios de ambas compañías en noviembre de 1999.

Descripción de las empresas coemisoras

El 20 de octubre de 1989 fue adjudicada a Telefé una licencia para transmitir una señal de TV abierta a través de Canal 11, con vencimiento en el año 2014 y posibilidad de renovación por un período de diez años. En 1992, la sociedad adquirió el 99% del paquete accionario de LS4 Radio Continental S.A., (quién explota AM 590 y FM 105.5 en Capital Federal); y en 1995 pasa a integrar el Grupo Federal de Comunicaciones, el cual incluye a Radio Continental, la señal de cable Red de Noticias y una serie de sistemas de cable. En 1998 sale al aire Telefé Internacional, la primera señal satelital producida en la Argentina. Se constituye Atlántida Comunicaciones con 40% de aportes de la familia Vigil, 30% del CEI Citicorp Holdings S.A. y 30% de TISA (Telefónica Internacional S.A.). Este *holding*, pasa a controlar Telefé, Editorial Atlántida, Radio Continental y con distinta participación algunos canales del interior.

En diciembre de 1998 se constituyó García Ferré Entertainment S.A., sociedad dedicada al negocio de la producción de cine, con una participación del 50% para Telefé. A principios de 1999, esta última adquirió la totalidad de Teleproducciones Independientes S.A., sociedad propietaria de siete estudios de televisión en Martínez y en junio de 1999, el 99% del paquete accionario de Barrosa Servicios S/C Ltda. en Brasil, que se dedica a la contratación de artistas. Adicionalmente se constituyó Two To Tango Producciones S.A., con participación del 50% de Telefé, cuyo objeto es realizar toda clase de negocios para la producción y coproducción de películas y programas para televisión.

La actividad principal de Telefé es la producción de programación y su venta a otras emisoras argentinas y de más de 40 países, incluyendo Brasil, Uruguay, Paraguay y México. Otros negocios afines son la producción de películas, el teatro, música vinculada con sus programas de televisión, artículos promocionales, venta de programas “enlatados” y formatos.

Compañía de Televisión del Atlántico fue constituida el 29 de junio de 1998, con el objeto de dedicarse a la participación activa, directa o indirecta a través de empresas o sociedades, en áreas vinculadas a los medios de comunicación, pero sin limitarse a estas últimas. Opera los siguientes canales de televisión abierta: “L.U. 80 TV Canal 9” de Bahía Blanca, “LT 84 TV Canal 5” de Rosario, “LT 82 TV Canal 13” de Santa Fe y “LRI 486 TV Canal 8” de Mar del Plata. Atlántida Comunicaciones controla el 95,95% de Atlántico.

En mayo de 2000 Telefónica Media S.A., una división de TISA, adquirió la mayor parte de los activos del grupo de medios AtCo, en una operación valuada en U\$S 530 millones, pasando a controlar, a través de Telefónica Media, a Telefé, los canales del interior y Radio Continental.

Telefónica Media S.A. es una división que agrupa a las empresas de medios de Telefónica Internacional. Entre ellas se destaca el canal de televisión abierta Antena 3 de España, una plataforma de TV digital y la tercera radio en programación de España, que opera con 219 estaciones. Tiene además participación en empresas operadoras de satélites y hace pocos meses adquirió el 5 % (U\$S 637 millones) del grupo británico Pearson, editor del Financial Times y del diario español Expansión. Adicionalmente, se incluye Terra Network dentro de las empresas de Telefónica, proveedora de servicios de acceso a Internet en España, Brasil, México, Chile, Perú, Guatemala y EEUU. Terra es la cuarta empresa de Internet en el mundo.

[Calificación de la Categoría Inicial](#)

Indice Normal de Solvencia

Para calificar la categoría inicial se calculará el Índice Proyectado de Solvencia (I.P.S.) en reemplazo del índice normal de solvencia que se utiliza para emisores con historia.

El I.P.S. arroja proyecciones con un nivel de crecimiento anual promedio de los ingresos del 8% durante el período contemplado. Dichas proyecciones dan como resultado un I.P.S. igual a **2,40**.

Indicadores Financieros

A) Evolución de la composición del pasivo a corto y largo plazo

En Telefé, la proporción del pasivo de corto plazo sobre el pasivo total es elevada, no disminuyendo de 0,60 para los ejercicios analizados. La relación entre el pasivo no corriente y el activo no corriente se comporta de manera oscilante, hasta llegar a 0,34 en el último trimestre en análisis. La relación entre el pasivo de corto plazo y el pasivo total para Atlántico se mantiene en niveles inferiores a los de su coemisor, sin embargo no existe una tendencia definida por no existir más de un ejercicio fiscal completo. Alcanza a 0,49 en el ejercicio trimestral cerrado el 30 de junio de 2000. Se califica en **Nivel 2**.

B) Liquidez corriente y ácida

En la siguiente tabla se expone la evolución de la liquidez corriente y ácida para ambos emisores:

	Emisor	Dic. 98	Dic. 99	Jun.00
Liquidez Corriente	Telefé	0,72	0,82	0,60
	Atlántico	0,16	0,97	0,49
Liquidez Ácida	Telefé	0,52	0,60	0,47
	Atlántico	0,16	0,97	0,45

Dada la evolución de éstos indicadores y los valores observados en ambos emisores, se califica la liquidez en **Nivel 2**.

C) Indicadores de Endeudamiento

	Telefé				Atlántico		
	Dic. 97	Dic. 98	Dic. 99	Jun.00	Dic. 98	Dic. 99	Jun.00
Deuda Total/Activo Total	0,79	0,78	0,82	0,91	0,75	0,53	0,55
Deuda Bancaria / Deuda Total	0,38	0,34	0,53	0,56	0,00	0,73	0,72
Deuda Total/Patrimonio Neto	3,72	3,50	4,54	10,59	3,06	1,14	1,22

De acuerdo a la información suministrada por Telefé, a agosto de 2000 la deuda bancaria y financiera de Telefé consolidado es de miles de \$ 203.064, incrementando en un 4,6% con respecto a junio de 2000. La deuda bancaria y financiera de Atlántico en agosto de 2000 es igual a miles de \$ 46,3 un 8,1% menor al nivel registrado a junio de 2000. Dada la evolución y los valores de los indicadores, se califica en **Nivel 3**.

D) Indicadores de Rentabilidad

Cifras porcentuales	Telefé			Atlántico		
	Dic. 98	Dic. 99	Jun.00*	Dic. 98	Dic. 99	Jun.00*
Resultado Bruto / Ventas	18,7	25,6	6,9	64,1	49,8	41,6
Resultado Final / Activos Operativos	-3,4	-3,1	-22,0	0,9	-15,0	-6,4
Resultado Final / Capital Invertido	-11,7	-12,8	-192,8	0,56	-5,7	-2,4

* Resultado final anualizado tomando en cuenta los últimos cuatro trimestres.

Las ventas netas de Telefé entre diciembre de 1998 y 1999 crecieron como consecuencia de un incremento en los ingresos por publicidad por la incorporación de las operaciones de Córdoba y Neuquén y las mayores ventas de programación. A su vez, los costos cayeron un 7,6% entre diciembre de 1998 y 1999 por la disminución en las compras y de los gastos de producción, movilidad y viáticos. A junio de 2000 las ventas cayeron un 8,8% con respecto a junio de 1999 como consecuencia de menores ventas de publicidad neta y programación. En el mismo período comparativo, el costo de ventas aumentó 2,8% principalmente por el crecimiento en las compras.

En Atlántico, las plazas cubiertas en Rosario, Santa Fe, Mar del Plata y Bahía Blanca están sufriendo las restricciones en materia de erogaciones de los gobiernos provinciales y municipales, el impacto negativo sobre los consumos particulares y los problemas de rentabilidad del sector agropecuario, que han incidido en la baja del nivel de la inversión publicitaria, cayendo las ventas un 6,5% entre junio de 1999 y junio de 2000. A pesar de lo anterior, los canales mantuvieron el liderazgo en materia de audiencia y de participación publicitaria.

El margen bruto presenta porcentajes elevados durante los ejercicios analizados para ambos emisores. Sin embargo, los dos indicadores restantes presentan valores negativos a partir de diciembre de 1998, en el caso de Telefé, y a partir del último cierre anual en Atlántico, viéndose el resultado de ambas compañías influenciado por la carga financiera derivada de las deudas contraídas. Por lo tanto se califica a este indicador en conjunto en **Nivel 3**.

Los Indicadores Financieros presentan dos índices calificados en Nivel 3, por lo que el grupo como un todo calificará en **Nivel 3**.

Por la combinación de un I.P.S. superior a 2,0 para ambos emisores y los índices financieros calificados en Nivel 3, se otorga a la Categoría Inicial una **Calificación A**.

Calificación de la Categoría Intermedia

Riesgo de la Industria y Posición del Emisor en su sector

La principal actividad de Telefé es la producción de programas y emisión de su señal en los distintos canales de televisión abierta. La estrategia de programación está dirigida a una amplia audiencia en términos de edad, sexo y nivel económico. Vende su programación a otras emisoras de la Argentina y a emisoras de más de 40 países. Telefé produjo y coprodujo tres de las cuatro películas argentinas de mayor recaudación en 1999. En el período enero-junio de 2000, Telefé emitió siete de los diez programas con mayor *rating* y coprodujo con terceros varios de sus populares programas como “PNP”, “Versus” y “Sábado Bus”. Presenta el espectáculo infantil “Chiquititas” en vivo durante los meses de invierno y produce discos compactos vinculados con sus programas de televisión y artículos promocionales y vende programas “enlatados” para su televisación en Asia, Europa, Estados Unidos, Ecuador, Chile, Colombia, y otros países de América Latina.

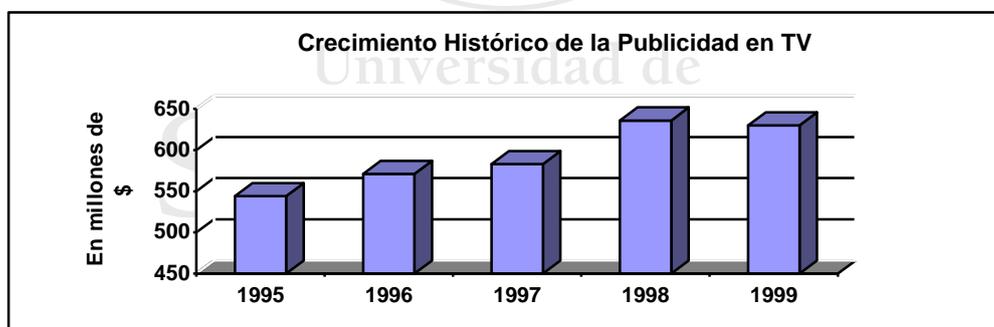
Los ingresos para la empresa provienen de la venta de publicidad. Mediante la adquisición de los canales del interior, Telefé ofrece una mayor cobertura para sus anunciantes a nivel nacional. Cada emisora del interior paga a Telefé el 50% de los ingresos (netos de COMFER) que percibe de anunciantes nacionales para tener derecho a transmitir la programación de Telefé. Los ingresos por publicidades representan el 90,3% de los ingresos totales en el ejercicio 1999, generados por una amplia gama de anunciantes, principalmente representados por empresas de productos alimenticios, cuidado personal, automóviles, gobiernos locales y empresas tabacaleras.

Las ventas han aumentado continuamente desde el inicio de las operaciones de los emisores por lo que se prevé un mercado en ascenso con tasas de variación superiores al PBI. Si embargo, las ventas disminuyeron durante el primer semestre del ejercicio 2000 por las consecuencias de las restricciones en los gastos de los gobiernos provinciales y el impacto en el consumo privado como consecuencia de la reforma impositiva.

A) Fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la empresa y la industria.

El sector de TV abierta, al cual pertenecen los emisores es un mercado maduro con una establecida infraestructura de programación. Aproximadamente el 97% de los hogares argentinos cuentan con televisores. Existen actualmente cinco emisoras de televisión de alta frecuencia (VHF) en Buenos Aires, cuatro privadas y una estatal. La mayoría de los canales en el interior del país retransmiten la señal de estaciones de Buenos Aires. En el interior del país existen 6,6 millones de hogares con televisores y aproximadamente 39 emisoras de televisión abierta, de las cuales sólo doce son relevantes sobre la base de su audiencia.

Distintas estimaciones sobre la evolución futura del sector coinciden en un crecimiento que sigue un patrón continuo en los próximos años. Los ingresos para la industria televisiva, como se observa en el siguiente gráfico, se mantienen relativamente estables a pesar de las variaciones del PBI. Esto se debe a que la TV no sufre el impacto de las crisis de la misma manera que otros sectores de nuestra economía, ya que los anunciantes concentran sus gastos de publicidad en los medios más efectivos como la TV.



Fuente: IBOPE Argentina

El crecimiento de la publicidad en la televisión se produce principalmente como consecuencia de la privatización de la televisión argentina, que mejoró la calidad y variedad de la programación, el aumento de la competencia en general, particularmente en las industrias de bebidas y comida, y la creciente producción y marketing de productos de marca.

Los emisores consideran que sus negocios tienen aún potencial suficiente para aumentar sus actividades dado que planean seguir produciendo programas con contenido de calidad; expandirse en cuanto a la música, el teatro, conciertos, películas de dibujos animados y

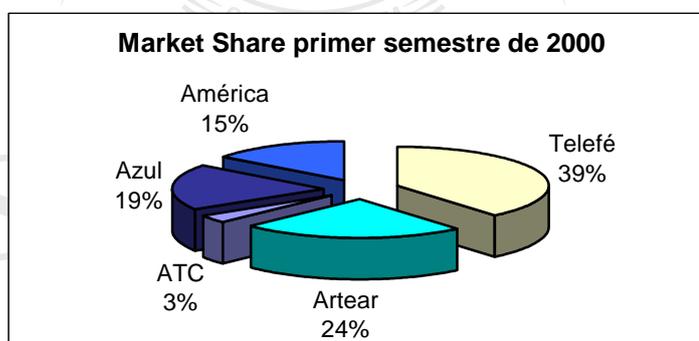
merchandising; convertirse en la compañía de medios líder en el mercado de habla hispana y portuguesa; obtener beneficios por medio de la expansión en Internet a través de Terra Networks; y tomar ventaja de la sinergia con Telefónica Media para expandir la cobertura internacional.

La industria y la empresa se encuentran en una fase de crecimiento, se califica en **Nivel 1**.

B) Naturaleza e intensidad de la competencia - Participación de mercado, tamaño de este y riesgo por importación

La industria de la teledifusión compite por la participación en el mercado y los ingresos de publicidad con una variedad de medios que incluyen la televisión por cable, los sistemas por cable “inalámbrico”, los sistemas satelitales de difusión directa, la radio, los diarios, los servicios de computación en línea, los periódicos y otros medios de entretenimiento y publicidad.

Como se observa a continuación en el *market share*, *Telefé* presenta los *ratings* más altos de los canales de aire durante el primer semestre de 2000:



Fuente: IBOPE Argentina

Se califica en **Nivel 1**.

C) Barreras a la entrada o salida del negocio y del sector

Una de las barreras de entrada al negocio es la necesidad de contar con una licencia de autorización para emitir sus señales, otorgada por el Comfer, autoridad de regulación y contralor.

La actividad no exige inversión en maquinarias tradicionales, pero requiere el uso de tecnologías específicas y el conocimiento del negocio por parte de sus administradores y

propietarios. Sin embargo, Telefé y Atlántico, mediante su asociación con Telefónica Media logran un “capital inicial” de suma importancia para el desarrollo del negocio, que constituye una importante barrera de entrada por parte de potenciales competidores. Se califica en **Nivel 1**.

D) Regulaciones, tarifas, normas y subsidios que afectan al sector y/o empresa

La televisión y la radio se encuentran reguladas por el Comité Federal de Radiodifusión (COMFER). Las emisoras deben obtener una licencia del Poder Ejecutivo Nacional para operar una estación de televisión o radio. Las solicitudes se elevan al COMFER que adjudica la licencia por 15 años, renovable por un período de 10 años más en forma casi automática. La licencia de Telefé vence en el 2014 y las de Televisoras del Interior operan entre el 2007 y el 2008. Todas las emisoras televisivas licenciatarias deben pagar un canon mensual al COMFER que varía del 6 al 8% de los Ingresos Brutos, dependiendo de la zona. Se califica en **Nivel 1**.

E) Existencia de ciclos propios del sector y/o empresa

Existe un fuerte factor de estacionalidad en las ventas de las emisoras. Los ingresos por publicidad son mayores en el último trimestre del año, debido al alto nivel de publicidad transmitido antes del período de vacaciones. En las crisis económicas, como el Tequila y la recesión que afecta al país desde octubre de 1998, los medios menos perjudicados fueron la televisión y el diario. Los anunciantes concentran la publicidad en los medios más efectivos y de mayor divulgación. Los emisores utilizan el verano, donde los ingresos por publicidad son más bajos, como período de prueba para nuevos lanzamientos. Se otorga **Nivel 2**.

F) Concentración de proveedores y/o clientes

No existe una materia prima entendida en términos tradicionales. Los bienes de cambio de Telefé son en su mayoría derechos de exhibición, producción propia y pre-producción.

Los directorios de Productora Federal SA y Telefé aprobaron en junio de 2000 una fusión para unificar los negocios operativos y aumentar así la eficiencia, utilizar eficientemente los recursos disponibles y la racionalización de costos.

La principal fuente de ingresos de Telefé y la única de los canales del interior es la venta de publicidad. Telefé trabaja en estrecha colaboración con sus clientes para diseñar campañas especiales, incluyendo el auspicio de determinados programas. Entre los anunciantes se encuentran las principales empresas de productos de consumo masivo, de telecomunicaciones, campañas políticas, etc. Se califica en **Nivel 1**.

G) Eficiencia relativa y/o ventajas comparativas y liderazgo técnico

La infraestructura para las operaciones es adecuada. Cada una de las emisoras de televisión cuenta con instalaciones de transmisión en la Argentina, siendo la mayoría de ellas propiedad de Telefé o Atlántico.

La tecnología que utilizan Telefé y Atlántico es conocida y tiene una adecuada difusión. Esta tecnología ha experimentado una fuerte expansión, siendo cada vez mayor su disponibilidad y uso. Se la considera apropiada y eficiente para el normal desarrollo de sus actividades. Se otorga **Nivel 1**.

De acuerdo a las variables analizadas, tanto el riesgo derivado de la industria como el derivado de la posición del emisor en el sector son bajos, es decir que no afectan la solvencia de los emisores, y por tanto se califica en **Nivel 1** por este concepto.

Características de las empresas

A) Organización

La composición que muestran los directorios de Telefé y de Atlántico es idéntica. Ambos fueron establecidos el día 8 de mayo de 2000. Todos los ejecutivos cuentan con una amplia experiencia y trayectoria en el mercado.

Cargo	Ejecutivo
Presidente – Director	Antonio Barreto
Vicepresidente – Director	Alejandro Di Capua
Director	Gabriel L. Rizzo
Director Suplente	Diego Lozano Romeral
Director Suplente	Horacio C. Soares
Director Suplente	Alejandro G. Parra

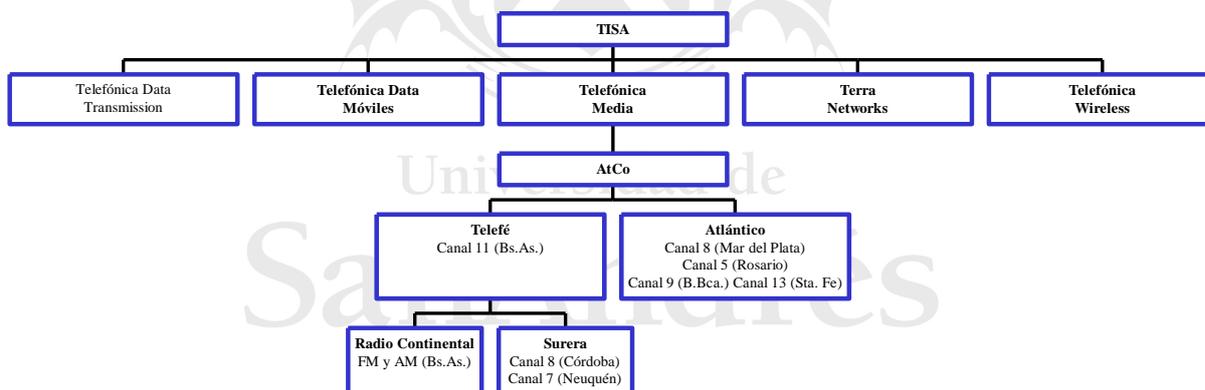
Al 31 de diciembre de 1999, Telefé y Atlántico contaban, en conjunto, con 1.450 empleados, de los cuales 1.185 pertenecen a Telefé y 265 a Atlántico. Aproximadamente el 70% de ellos están representados por sindicatos, sin embargo nunca han sido objeto de una

huelga general de empleados. Telefé y Atlántico cuentan con un amplio programa de capacitación de personal. La mano de obra calificada posee amplia experiencia y conocimientos en el negocio de las producciones y de la comunicación.

Dados los antecedentes expuestos, se desprende una estructura muy especializada, con recursos humanos de primer nivel. Por lo tanto, por el concepto Organización, se califica en **Nivel 1**.

B) Propiedad

El 99% del capital accionario de Telefé y el 96% de Atlántico forman parte del grupo Atlántida Comunicaciones (AtCo). En Mayo de 2000, Telefónica Media, una división de TISA adquirió la mayor parte de los activos del grupo de medios AtCo, en una operación valuada en U\$S 530 millones. A partir de entonces, TISA controla AtCo. Telefónica Media es la empresa de comunicación más grande de todo el habla hispana y portuguesa. A continuación se expone un organigrama de la estructura de las coemisoras:



Dada la solidez del accionista principal, en cuanto a recursos patrimoniales, financieros y de experiencia, la solvencia de los emisores está sumamente respaldada. Se califica en **Nivel 1** por este concepto.

A su vez, por las calificaciones de la Organización - Nivel 1- y de la Propiedad - Nivel 1-, el grupo califica como un todo en **Nivel 1**, es decir condición de bajo riesgo. Esto mantiene la Categoría Intermedia en **Categoría A**.

Categoría Previa

A) Recálculo de la Categoría Inicial

Manteniendo constante la calificación de los Índices Financieros de la Categoría Inicial y calculando el Índice Proyectado de Solvencia (sensibilizado) - que se define a continuación, se obtiene el mismo resultado que el reflejado en la categoría inicial, Categoría A.

B) Recálculo de la Categoría Intermedia

Dado que la categoría inicial se mantiene luego del recálculo utilizando el índice proyectado de solvencia, la categoría intermedia no varía.

Índice Proyectado de Solvencia Sensibilizado

El I.P.S. se recalcula en un escenario sensibilizado por una caída en los gastos financieros con una tasa de interés estimada de 12,3%, (ya que se planea una disminución en la deuda financiera a través del tiempo) y una caída de los ingresos de 5% en todos los ejercicios futuros, manteniendo los egresos en niveles constantes. El resultado es un indicador de solvencia proyectado de **2,02**.

La combinación de una categoría intermedia A y una rentabilidad proyectada en Categoría A, determinan que la Categoría Previa de Solvencia se califique en **Categoría A**

Calificación Final

A) Resguardos

El instrumento cuenta con los resguardos usuales en este tipo de emisiones, que incluyen ciertos compromisos y obligaciones asumidos por el emisor, como también compromisos de no hacer, entre otros: Limitaciones al endeudamiento adicional, ya que el *ratio* del *leverage* combinado de los emisores debe ser menor o igual al rango entre 5 y 1 y las subsidiarias sólo pueden obtener deuda que no exceda el monto agregado de U\$S 75 millones; limitaciones a la venta de activos; limitaciones a las operaciones con sociedades vinculadas al no permitir a ninguna de sus subsidiarias que realice transacciones incluyendo venta, adquisición, intercambio de activos, para el beneficio de cualquier

afiliada salvo excepciones; limitaciones a la distribución de dividendos y otras restricciones de pago que afectan a las subsidiarias.

Se considera que los mismos son suficientes, calificando en **Nivel 1**.

B) Garantías

La emisión no ofrece garantías que hagan que el pago de las obligaciones negociables aquí analizadas sea independiente de la solvencia propia de los coemisores, y por tanto las mismas son insuficientes, y se las califica en **Nivel 0**.

Dado que los resguardos son suficientes pero las garantías insuficientes, el análisis del instrumento califica en **Nivel 1**, es decir no añade atributos que independicen el pago de las Obligaciones de la Solvencia del Emisor, manteniéndose por tanto la Calificación de la categoría anterior, es decir **Categoría A**.

Dictamen

Por todo lo expuesto el Consejo de Calificación de *Humphreys Argentina afiliada a Moody's Investors Service* en su sesión del día 31 de Octubre de 2000 ha resuelto calificar la emisión de Obligaciones Negociables por U\$S 250.000.000 a ser coemitidas por **Televisión Federal S.A. y Compañía de Televisión del Atlántico** en:

Categoría A

Anexo X: Metrogas S.A.

La siguiente descripción corresponde a un resumen de la calificación efectuada *por Humphreys Argentina afiliada a Moody's Investors Service* al Programa Global de Obligaciones Negociables de Metrogas S.A., que fue aprobado por el Directorio de la Sociedad el 27 de abril de 1999.

Descripción de la empresa

Metrogas S.A. fue constituida el 24 de noviembre de 1992 bajo el nombre original de Distribuidora de Gas Metropolitana S.A. (cambió su nombre por el de Metrogas S.A. el 3 de febrero de 1993) al privatizarse Gas del Estado Sociedad del Estado, la empresa transportadora y distribuidora gas, cuyas actividades de distribución y transporte se dividieron en ocho y dos zonas respectivamente. La empresa se creó con el objeto de ser una de las ocho empresas distribuidoras, y se le transfirieron la totalidad de los activos vinculados con la respectiva área de servicio de Gas del Estado.

La compañía opera bajo una licencia otorgada en el mes de diciembre de 1992 por un período inicial de 35 años, proporcionando servicios de distribución de gas y otros servicios relacionados a usuarios particulares, plantas generadoras de energía eléctrica, industrias y comercios, dentro de una zona densamente poblada que incluye la Capital Federal y el sudoeste del Gran Buenos Aires. Metrogas es la más grande de las ocho compañías distribuidoras creadas por la privatización de Gas del Estado.

Calificación de la Categoría Inicial

Índice Normal de Solvencia

El índice normal de solvencia es igual a **4,94** para el período 1994/2000. A diciembre de 2000, el ratio EBITDA sobre gastos financieros alcanza a **4,82**, el valor más alto de los últimos seis ejercicios.

Indicadores Financieros

A) Evolución de la composición del pasivo a corto y largo plazo

Por el tipo de industria a la que pertenece Metrogas, con un alto nivel de activos fijos y posesión de una licencia, debería mostrar una mayor proporción de pasivos a largo plazo en relación a los de corto y a sus activos no corrientes. La proporción del pasivo de corto plazo dentro de la deuda total es del 56% al 31 de diciembre de 2000. Dicho valor disminuye considerablemente con respecto a diciembre de 1999, sin embargo se encuentra por encima de la proporción de los tres años anteriores. El pasivo no corriente representa un 22% del activo no corriente al 31 de diciembre de 2000. Se califican a este grupo de indicadores en **Nivel 1**.

B) Liquidez corriente y ácida

Si bien la liquidez corriente al 31 de diciembre de 2000 se recuperó quince puntos porcentuales con respecto al año previo, aún permanece por debajo de la unidad y resulta inferior a los niveles de los ejercicios 1998, 1997 y 1996. La fuerte caída en la deuda financiera corriente por un 44% entre diciembre de 1999 y 2000 fue un factor importante en la recuperación del indicador entre dichos períodos. Por lo tanto se la califica en **Nivel 1**. El comportamiento de la liquidez ácida es similar al de la liquidez corriente. Se la califica en **Nivel 2**.

A continuación se muestra la evolución de estos dos índices:

	Dic-00	Dic-99	Dic-98	Dic-97	Dic-96	Dic-95
Liquidez Corriente	58	43	78	98	146	69
Liquidez Ácida	56	41	73	90	131	62

Valores en porcentaje

C) Indicadores de Endeudamiento

	Dic-00	Dic-99	Dic-98	Dic-97	Dic-96	Dic-95
Pasivo Total / Activo Total	43	43	43	41	39	38
Deudas Financieras / Pasivo Total	76	77	83	81	80	82
Pasivo Total / Patrimonio Neto	75	76	76	68	63	61

Valores en porcentaje

Se observa en la tabla que los indicadores mejoran levemente en el último ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2000 contra igual período del año anterior. Durante el

último ejercicio anual, los plazos de la deuda han mejorado considerablemente con relación a 1999. La deuda financiera corriente pasa de representar el 75,7% del pasivo financiero a 43,3% en el cierre de 2000.

Si bien las deudas fiscales disminuyeron en \$ 4 millones con respecto al año 1999, aún representan una proporción importante dentro del pasivo corriente de la compañía. El incremento de su participación dentro de las deudas de corto plazo de Metrogas se debe al aumento del impuesto a las ganancias como consecuencia de la mayor ganancia neta antes de impuestos en los dos últimos ejercicios anuales; al aumento registrado en el IVA que se debe al incremento en las ventas netas en dichos ejercicios con relación al 31-12-98, y al impuesto al endeudamiento financiero que entró en vigencia durante 1999.

En general, el grupo de indicadores se mantiene dentro de límites razonables y presenta niveles adecuados, con lo cual se lo califica en **Nivel 1**.

D) Indicadores de Rentabilidad

La mejora en un 14,3% de los resultados de 2000 con respecto a los de 1999 se produce fundamentalmente por el aumento en las ventas netas entre ambos períodos.

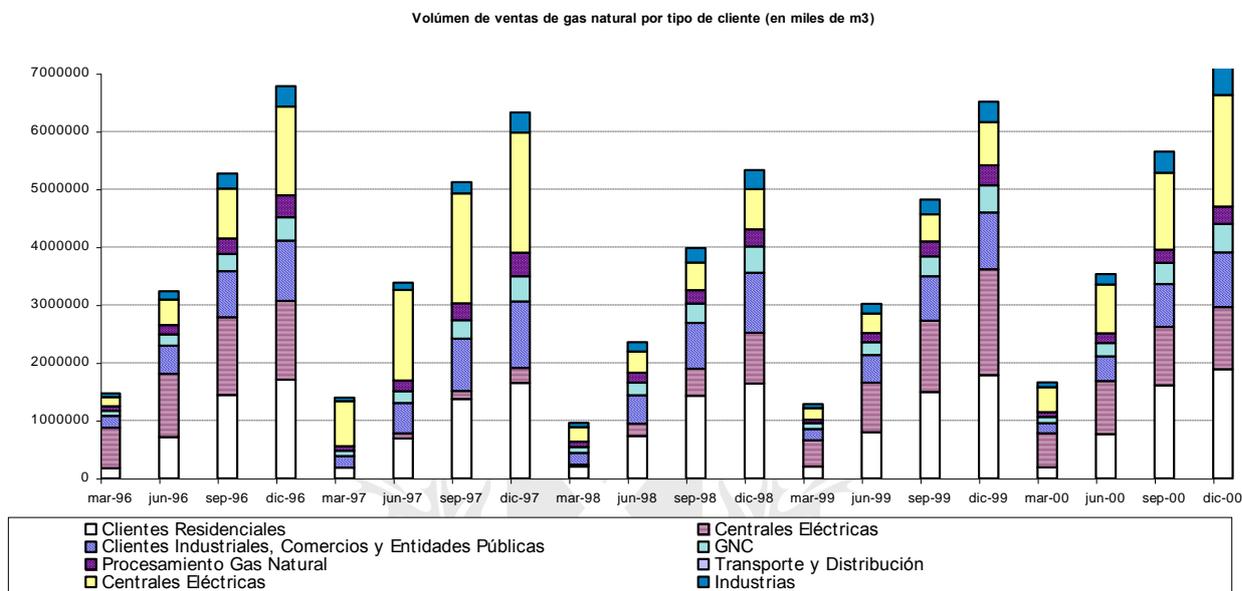
	Dic-00	Dic-99	Dic-98	Dic-97	Dic-96	Dic-95	Dic-94
Ganancia Bruta / Ventas	28,8	26,6	23,9	23,7	24,0	19,3	24,3
Rdo. Final / Activos de la Operación	4,7	4,1	2,3	4,6	3,9	4,0	5,8
Rdo. Final /Capital Invertido	8,0	7,0	4,0	7,5	6,2	6,3	8,7

Valores en porcentaje

Las ganancias y ventas de Metrogas son sensibles a distintos factores entre los cuales se destacan las variaciones en las temperaturas y lluvias. Durante 1999 y 2000, los factores climáticos favorecieron sus ventas netas.

A diciembre de 2000 las ventas aumentaron un 3,7% respecto a diciembre de 1999, siguiendo con la tendencia del año previo. Aumentaron principalmente las ventas netas a los clientes residenciales por miles de pesos \$ 40.548, debido a las menores temperaturas registradas durante el período invernal del año 2000 respecto a 1999. Otras causas fueron el ajuste de tarifas por el aumento del índice de precios al productor de Estados Unidos y el incremento de la tarifa por el factor K aplicable a la categoría de clientes residenciales, así como el incremento en las ventas de gas (debido al aumento del precio del *fuel oil*, la baja

hidraulicidad de algunas cuencas durante el primer trimestre de 2000) y del servicio de distribución a las centrales eléctricas por la mayor generación de energía térmica. En el siguiente gráficos se muestra la participación que posee cada tipo de cliente en las ventas expresadas en miles de pesos:



Los gastos comerciales y los otros gastos aumentaron un 9,9% y 52,2% respectivamente entre los dos últimos ejercicios anuales. Parte del incremento en los primeros es consecuencia del incremento de la previsión para deudores incobrables y de los gastos de publicidad y propaganda. Los resultados financieros netos negativos se mantuvieron en un nivel similar entre diciembre de 1999 y 2000.

Dado que los indicadores correspondientes a los ejercicios anuales se mantienen con signo positivo en forma persistente, se los califica en **Nivel 1**.

La mayoría de los indicadores financieros fueron calificados en Nivel 1. Se les otorga un **Nivel 1** en su conjunto.

Dada la combinación de un I.N.S. superior a 1,5 y los índices financieros calificados en Nivel 1, se otorga a la Categoría Inicial una **Calificación A**.

Calificación de la Categoría Intermedia

Riesgo de la Industria y Posición del Emisor en su sector

A) Fase (crecimiento, estabilidad, decrecimiento) en que se encuentra la industria y naturaleza e intensidad de la competencia

Metrogas S.A. es la más grande de las ocho empresas de distribución formadas como resultado de la privatización de Gas del Estado. A septiembre de 2000 los usuarios representaban el 32,4% de los usuarios totales del mercado y el gas entregado por la empresa en el período octubre de 1999 a septiembre de 2000 equivalía al 26,6% del entregado por el total de las distribuidoras. Esto sumado a que actúa en un mercado cautivo, le da a Metrogas una gran estabilidad e importancia dentro de su sector.

El campo de exportación del gas natural fue significativo durante 2000. En el período acumulado de enero a noviembre del año pasado se exportaron 3.822.705 miles de m³, de los cuales el 97,9% tuvieron como destino a Chile.

Al nivel de la industria del gas, se puede destacar que las empresas que mayores ganancias reportan son las transportadoras, superando los resultados de las ocho distribuidoras. Este comportamiento se debe a que los ingresos de éstas no sufren variaciones por oscilaciones en la demanda por factores climáticos o económicos por pactarse los contratos de transporte en firme.

La intensidad de la competencia es de riesgo bajo, por contar la empresa con una licencia. Se la califica en **Nivel 1**.

B) Barreras a la entrada y/o salida del negocio y del sector

La privatización de Gas del Estado se llevó a cabo en junio de 1992. Las empresas creadas tras la mencionada privatización están habilitadas y reguladas por un nuevo marco regulatorio.

El Gobierno diseñó detallados y minuciosos procedimientos para reglamentar la privatización de Gas del Estado. Aquellos grupos que intentaban calificar debían cumplir ciertos requisitos técnicos tales como poseer un patrimonio mínimo de 200 millones, así como la obligación de incluir en el grupo un operador técnico con experiencia en el manejo

de una compañía distribuidora que suministrara gas al menos a 500.000 consumidores particulares. El término inicial de la Licencia es de 35 años pero Metrogas tiene la opción a una prórroga de diez años siempre que haya cumplido en forma substancial sus obligaciones de acuerdo a la licencia.

Metrogas S.A. tiene varias obligaciones de acuerdo con la Ley del Gas, incluyendo la obligación de cumplir con todos los requerimientos razonables de servicios dentro de su área de licencia. Tiene la obligación de operar y mantener sus instalaciones en forma segura. No puede hacer distinciones entre los consumidores ni puede proporcionar ningún trato discriminatorio.

La empresa posee una licencia en el área metropolitana de Buenos Aires, y principalmente por ello se califica en **Nivel 1**.

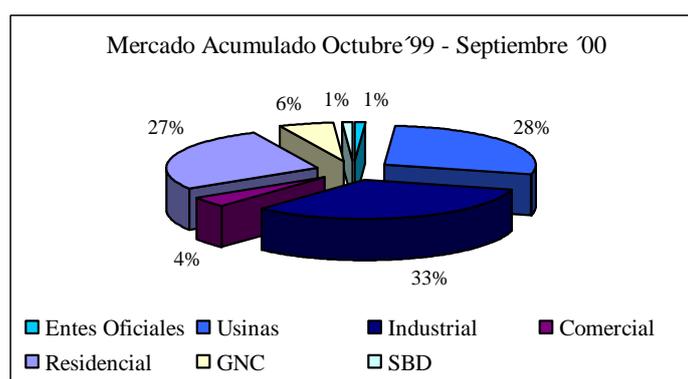
C) Participación de mercado, tamaño de éste y riesgo por importación

La información que se detalla a continuación es la concerniente al área de mercado de Gas del Estado correspondiente a Metrogas S.A.:

	Sep-00	Dic-98	Dic-96	Dic-94
Cientes residenciales	1.892.308	1.795.013	1.844.391	1.724.369
% del consumo residencial total	27%	32%	29%	30%

Fuente: Anuario de Combustibles 1994, Secretaría de Energía, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos y Boletín Mensual Oct. 99–Sep. 00 ENARGAS Dic.00, Vol. VIII N° 27

Se muestra a continuación la participación en las ventas por tipo de usuario:



Fuente: ENARGAS

Durante el año 2000, la participación de los clientes residenciales volvió a los niveles de 1998 debido a las bajas temperaturas registradas en el invierno y a que las ventas de procesamiento de gas natural y de gas natural comprimido aumentaron levemente.

Metrogas depende en buena medida de sus ventas a las centrales eléctricas para mantener un alto factor de utilización de su capacidad de transporte en firme. La proporción de las ventas a las centrales eléctricas creció considerablemente con relación al año previo por la puesta en marcha de los nuevos ciclos combinados, el aumento del *fuel oil* y la baja hidraulicidad del primer trimestre del año 2000. A continuación se expone la participación de cada tipo de cliente en las ventas netas efectuadas por Metrogas S.A.:

	Dic-00	Dic-99	Dic-98	Dic-97	Dic-96
Clientes Residenciales	55,5%	51,7%	55,3%	54,2%	51,1%
Centrales Eléctricas	9,3%	16,5%	9,3%	2,3%	13,1%
Clientes Industriales, Comerciales y Entidades Públicas	15,9%	16,6%	19,5%	20,2%	17,9%
GNC	6,9%	6,4%	6,9%	6,6%	5,6%
Procesamiento de Gas	5,3%	4,8%	4,8%	7,0%	5,7%
Total Ventas de Gas	92,9%	96,0%	95,8%	90,3%	93,4%
Centrales Eléctricas	4,7%	2,0%	1,8%	7,2%	4,6%
Industrias	2,4%	2,0%	2,4%	2,5%	2,0%
Total Servicio de Transporte y Distribución	7,1%	4,0%	4,2%	9,7%	6,6%
Total Ventas Netas	100%	100%	100%	100%	100%

Este indicador se califica en **Nivel 1**.

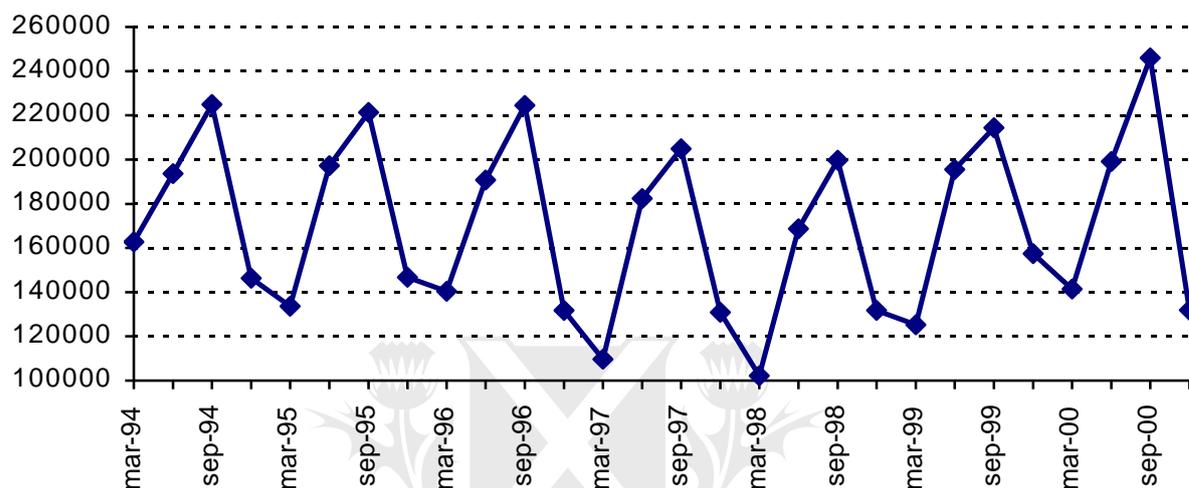
D) Regulaciones, tarifas normas y subsidios que afectan al sector y/o empresa

La tarifa final al usuario surge de la sumatoria del precio del gas, la tarifa por transporte y el margen de distribución. Esta tarifa tiene, básicamente, dos componentes, ajustables de acuerdo a las resoluciones emanadas del ENARGAS:

- *Precio del gas*: ajustado en mayo y octubre de cada año, obedeciendo a factores estacionales.
- *Tarifa de transporte y margen de distribución*: se ajustan en enero y julio por las variaciones en el índice de precios al productor (precios industriales) de los EEUU, y en forma quinquenal a determinar por la autoridad regulatoria tendiendo a contemplar las mejoras en la eficiencia de la empresa (reduciría la tarifa) y la necesidad de cubrir futuras inversiones (elevaría la tarifa).
- También pueden ser modificadas las tarifas en función de un factor, conocido como el factor "K", en cumplimiento de las inversiones efectuadas por Metrogas para la expansión de las redes de gas.

E) Existencia de ciclos propios del sector y/o empresa

La influencia de la estacionalidad en el negocio de Metrogas repercute en las ventas trimestrales. Esto se debe a que en el verano disminuye el consumo residencial de gas natural. La evolución de los siete últimos ejercicios se aprecia en el siguiente gráfico, donde se manifiesta la mencionada estacionalidad.



Importes en miles de \$

Se otorga un **Nivel 2**.

F) Exposición a la concentración de clientes y proveedores

Los clientes están muy atomizados. Por el lado de la oferta de gas existen 19 cuencas sedimentarias conocidas en el país, 10 de las cuales se encuentran en el continente, 6 son combinadas y sólo 3 son marítimas. Las cuencas en que se concentra la producción son cinco: Noroeste, Neuquén, Austral (estas tres cuencas contienen aproximadamente el 97% de las reservas de gas existentes del país), Cuyo y Golfo de San Jorge. Estas reservas pueden cubrir la demanda anticipada de por lo menos 30 años. El gas cargado por Metrogas en el ingreso al sistema de transporte proviene de la cuenca de Neuquén y de la cuenca Austral. Basado en las cifras publicadas de suministro de gas y en el crecimiento estimado en la demanda de los consumidores, Metrogas S.A. anticipa que contará con las provisiones suficientes de gas en el mediano a largo plazo lo cual le permitirá cumplir con sus obligaciones respecto a sus consumidores. Se otorga un **Nivel 1**.

G) Estrategias de expansión

La empresa está sujeta a inversiones anuales obligatorias tendientes a mejorar cada día el servicio que ofrece, las cuales cumple puntualmente. Se otorga un **Nivel 1** a este indicador.

El grupo de indicadores de riesgo de la industria y la posición del emisor en el sector como un todo, califican en **Nivel 1**, debido a que la mayoría de las variables califican en Nivel 1.

Características de la empresa

A) Organización

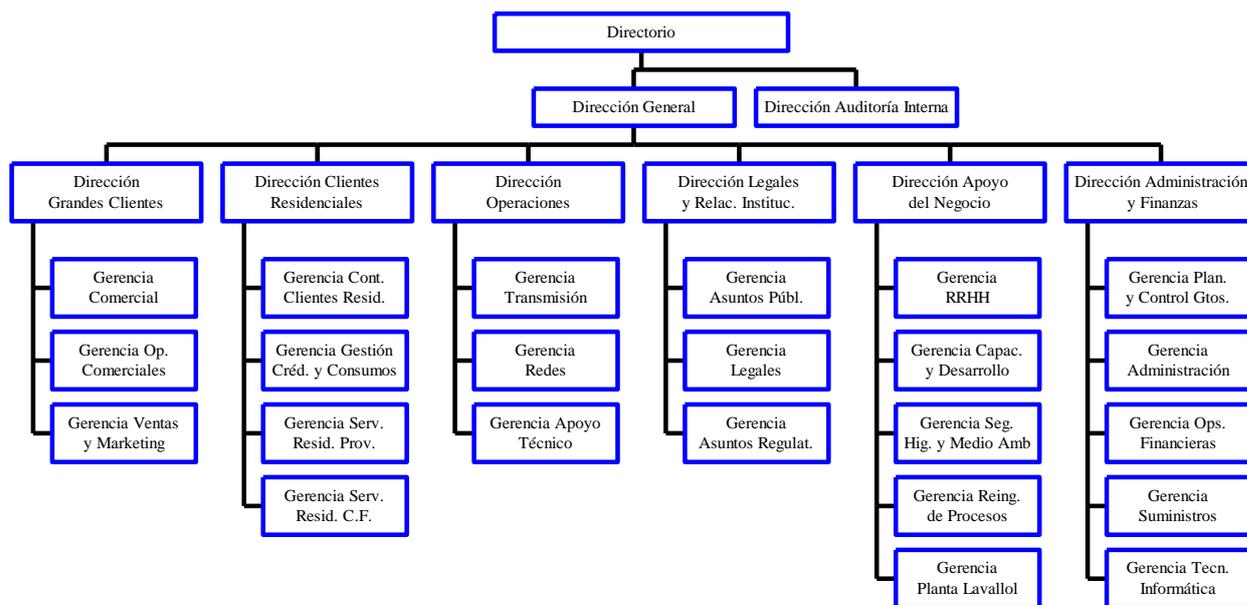
El personal total de la compañía parecía haberse estabilizado a partir de diciembre de 1998. Sin embargo de acuerdo a la última información suministrada por la empresa, la cantidad de empleados se incrementó en el ejercicio 2000, como se aprecia a continuación:

	Sep-00	Dic-99	Dic-98	Dic-97	Dic-96	Dic-95	Dic-94	Dic-93	Dic-92
Empleados	1.033	998	996	1.049	1.204	1.255	1.335	1.314	2.201

Los cargos directivos y de fiscalización de la sociedad se distribuyen de la siguiente manera:

Directorio	Cargo
Alberto Alfredo Alvarez	Presidente
William Harvey Adamson	Vicepresidente
José Alfredo Chevallier Boutell	Director Titular
Luis Carlos Costamilán	Director Titular
Angus Charles De Symons Mc. Callum	Director Titular
Graham John Cockroft	Director Titular
Néstor Omar Grancelli	Director Titular
Mariana Julia Piazza	Director Suplente
Robert Stevenson Gardner	Director Suplente
Armando Henriques	Director Suplente
Víctor José Sardella	Director Suplente
Luis Turiel Sandin	Director Suplente
Christopher Jonathan Aspden	Director Suplente
Rubén Daniel Suarez	Director Suplente
Luis Domenech	Director de Administración y Finanzas

Metrogas cuenta con una importante red de oficinas comerciales establecidas en los principales centros de la Capital Federal y partidos del Conurbano. Posee además una estructura adecuadamente adaptada a las necesidades de la empresa, tal como se puede ver en el organigrama presentado a continuación:



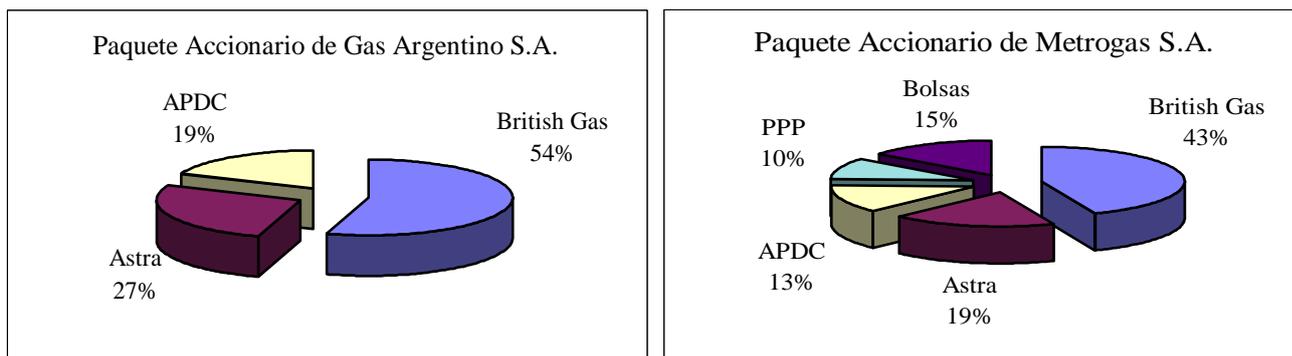
Se califica a la organización en **Nivel 1** o de riesgo bajo.

B) Propiedad

El principal accionista y sociedad controlante de Metrogas S.A. es Gas Argentino S.A., con una participación del 70%; un 10% corresponde al Programa de Propiedad Participada, (PPP) 5,5% pertenece directamente a British Gas y el 14,5% restante fue colocado entre inversores privados, por venta por oferta pública local e internacional que efectuó el gobierno. De dicha venta, Consolidar AFJP concentró la mayor participación, con un monto equivalente al 1,8% del capital accionario.

Gas Argentino S.A. es una empresa *holding* cuyo accionista principal es British Gas PLC, con vasta experiencia en empresas similares contando con una gran capacidad administrativa y técnica para administrar la empresa. Ha ocupado con su personal los principales puestos directivos-operativos en Metrogas S.A. y es el asistente técnico de la empresa en cuestiones relacionadas con la instalación de equipos, distribución de gas, operaciones, reglamentaciones, entrenamiento del personal, etc.

A través de Gas Argentino S.A. las empresas que controlan el 70% de Metrogas S.A. son:



British Gas Netherlands Holdings B.V. es una sociedad controlada holandesa de *British Gas PLC*, la más importante compañía de gas integrada del mundo que explora, produce, transporta, distribuye y genera energía a escala internacional. Desde 1986, fecha de su privatización, ingresó a la Bolsa de Londres y sus títulos cotizan en las bolsas más importantes del mundo. Está calificada por Moody's Investors Service como Aa2; British Gas, quién posee el 54,67% de las acciones de Gas Argentino S.A., lo que representa una participación indirecta en Metrogas del 38,27%, sumada a otro 5,5% que posee en forma directa, eleva su participación total en la distribuidora a 43,77%; *Astra C.A.P.S.A.*, es una sociedad constituida en la Argentina, conformando uno de los grupos industriales más importantes del país en el sector de petróleo y gas, perforaciones, petroquímicos, nafta y gas natural comprimido (GNC); y *Argentine Private Development Company (APDC)*, es una sociedad subsidiaria de Astra-Repsol.

La calificación de los indicadores es **Nivel 1** dado que la propiedad como un todo se considera presenta riesgo bajo.

Dadas las calificaciones de la Organización y la Propiedad, el grupo de características de la empresa califica como un todo en **Nivel 1**, manteniéndose la calificación de la Categoría Intermedia en **Categoría A**.

Categoría Previa

A) Recálculo de la Categoría Inicial

Manteniendo constante la anterior calificación de los Índices Financieros y calculando el Índice Proyectado de Solvencia - que se define a continuación - se obtiene el mismo resultado que el reflejado en la categoría inicial, es decir **Categoría A**.

B) Recálculo de la Categoría Intermedia

Dado que la categoría inicial se mantiene luego del recálculo utilizando el índice proyectado de solvencia, la categoría intermedia no varía.

Índice Proyectado de Solvencia

Las proyecciones utilizadas como base para el cálculo del índice fueron otorgadas por Metrogas S.A. para los años 2001 a 2004 y luego sensibilizadas por la calificadora. El valor del índice proyectado de solvencia alcanza a **5,31**. Luego de la sensibilización correspondiente desciende a **3,98**.

La combinación de una categoría intermedia y una rentabilidad proyectada en Categoría A, determinan que la Categoría Previa de Solvencia se califique en **Categoría A**.

Calificación Final

A) Resguardos

Metrogas S.A. mantendrá su deuda consolidada a un nivel no superior a una cifra entre el 0,6 y 1,0 de su capitalización total, según lo demuestren sus estados más recientes entregados al Fiduciario de conformidad con el Contrato de Fideicomiso (las Obligaciones Negociables serán emitidas conforme a un contrato de fideicomiso a ser celebrado entre la Sociedad y Citibank N.A.). Además, la empresa ha entregado toda la información requerida por la calificadora. De acuerdo a los criterios tomados los resguardos del programa son suficientes.

B) Garantías

Las obligaciones negociables serán obligaciones directas no garantizadas e incondicionadas de la empresa por lo tanto no se consideran como garantías suficientes.

La Calificadora estima que la Solvencia del Emisor se mantiene al analizar las características del instrumento. Por lo tanto corresponde mantener la **Categoría A**.

Para determinar la subcategoría se toman en cuenta las consideraciones finales que se exponen a continuación:

- El pasivo corriente disminuye considerablemente entre diciembre de 1999 y diciembre de 2000, luego de tres ejercicios anuales consecutivos en alza.
- La evolución de las ventas y de los resultados finales de la compañía fue favorable incluso en períodos de recesión.

Dictamen

Por todo lo expuesto en el presente informe, el Consejo de Calificación de *Humphreys Argentina Calificadora de Riesgo S.A. afiliada a Moody's Investors Service*, ha dictaminado en su sesión del 30 de marzo de 2001, calificar al Programa de Emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de U\$S 600 millones emitidas por **Metrogas S.A.** en:

