

Las agencias de rating y el split ratings

MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL (*)

En el presente artículo se recogen las características más destacadas de las agencias de rating, a la vez que se comenta la importancia que para una entidad tiene la posesión de un rating, ya que ello le va a suponer entre otros aspectos una disminución de las asimetrías informativas existentes en los mercados financieros. Por otro lado, también se hace referencia al hecho de que al existir distintas agencias de calificación una misma emisión o un mismo emisor pueden recibir en un mismo momento del tiempo diferentes ratings, dando lugar a la aparición del fenómeno denominado split ratings.

1.- Introducción

El rating se puede definir como un indicador de la solvencia de una entidad (generalmente un emisor de valores) elaborado por una agencia especializada, normalmente a petición de aquél, con el fin de informar al inversor potencial acerca de su calidad crediticia. El rating surgió en los Estados Unidos a principios de siglo, adquiriendo posteriormente una singular importancia en otros mercados como en el euromercado y en países como Japón, Australia, Canadá, Francia o Reino Unido. En España comenzó a tener un papel más destacado a partir de 1992, al instalarse en nuestro país las principales agencias de rating, las norteamericanas Standard & Poor's y Moody's Investors Service así como, la británica IBCA.

En la actualidad, prácticamente todos los activos de renta fija emitidos por cualquier entidad(1) pueden ser objeto de calificación: pagarés de empresa, bonos y obligaciones (simples, subordinados o convertibles), acciones preferentes (en su componente de renta fija), emisiones de titulización de activos, certificados de depósito, fondos de inversión en el mercado monetario, fondos de inversión en renta fija, programas financieros de derivados, capacidad de pago de siniestros por parte de compañías de seguros, etc.

El objetivo del presente artículo es realizar una breve semblanza sobre las agencias de rating y la importancia del producto que elaboran, es decir el rating, a la par que se exponen los problemas derivados del hecho de que las distintas agencias difieran al otorgar un rating a un mismo

(*) Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

(1) Empresas industriales y de servicios tanto públicas como privadas, instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, etc.), gobiernos soberanos, regionales y locales.

emisor. Así, en primer lugar, se comentan los aspectos más destacados de las agencias de rating, de las que en último extremo depende que el rating o calificación crediticia sea un instrumento realmente creíble y útil para inversores, emisores y demás participantes en los mercados financieros. Una forma de analizar la importancia de las calificaciones es mediante el estudio del contenido informativo que tiene su posesión para una empresa y las consecuencias que ello trae consigo, aspecto que es tratado en el segundo apartado. En el siguiente epígrafe se analiza el problema que puede surgir ante la existencia de distintas agencias de rating lo que provoca, en ocasiones, que un mismo emisor o una misma emisión no reciban el mismo rating de todas ellas, surgiendo el fenómeno denominado split ratings. Finalmente, se presentan las conclusiones más relevantes.

2.- Las agencias de rating

Las agencias de rating pueden definirse, siguiendo a MAROTO ACÍN (1993), como «entidades independientes que tienen por objeto la calificación de la calidad de las emisiones y la solvencia de los emisores de determinado activo financiero para afrontar el pago de los rendimientos periódicos del mismo y la eventual amortización de su principal».

De la definición anterior, podemos señalar dos características fundamentales de las agencias de rating:

a) Son entidades independientes de cualquier tipo de presiones por parte de los distintos agentes del mercado, como emisores, intermediarios financieros, etc. Este aspecto es muy importante, ya que el rating es una opinión, un juicio, y para ser creíble debe proceder de una entidad reconocida como tal en el mercado.

b) Son entidades especializadas en la realización de estudios encaminados a determinar la

calidad crediticia de las emisiones y de los emisores, es decir, en elaborar ratings.

Las agencias de calificación nacieron en Estados Unidos, destacando el hecho de que hasta 1970 todas las que existían en el mundo eran estadounidenses. A partir de esa fecha, los procesos de liberalización y crecimiento de los mercados de capitales que se iban produciendo en otros países, han permitido la creación de nuevas agencias de calificación. Así, en la década de los setenta se constituyen algunas en Canadá, Japón y el Reino Unido, y durante los años ochenta y noventa aparecen en Argentina, Australia, Chile, Corea, Filipinas, Francia, Hong Kong, India, Malasia, México, Noruega, Portugal y España. Pero incluso, en Estados Unidos han sido en los últimos veinte años cuando el rating ha experimentado un gran desarrollo (CHARLTON y PRESCOTT, 1993, págs. 269-270).

No obstante, hay que comentar que muchas de las agencias creadas fuera de los Estados Unidos han contado con la participación o son propiedad de las grandes agencias norteamericanas; y a pesar de su existencia, lo cierto es que la actividad de calificación en los mercados de capitales de dichos países no está tan extendida como en el mercado estadounidense, exceptuando algunos países como Francia o el Reino Unido.

En los Estados Unidos destacan tres agencias de rating: Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P)(2) y Duff & Phelps, de las cuales las más antiguas e importantes son las dos primeras, que cuentan con un gran reconocimiento tanto a nivel nacional como internacional. Además de las citadas, en este país existieron otras dos importantes agencias como eran McCarthy, Crisanti & Maffei que fue adquirida por Duff & Phelps en 1991 y Fitch Investors Services que actualmente se encuentra fusionada con la agencia británica IBCA(3). La fusión de estas dos agencias en octubre de 1997 dio lugar a la tercera agencia de rating del mundo en importancia, denominada

(2) En los años veinte y treinta, Moody's Investors Service y Poor's Publishing Company soportaron la competencia de una tercera agencia de rating, Standard Statistics Company, la cual en 1941 se fusionó con Poor's Publishing Company creando la actual Standard & Poor's (WEST, 1973, págs. 160-161).

(3) IBCA (International Bank Credit Analysis) se creó en el Reino Unido en 1978, creciendo su importancia considerablemente con los años, siendo reconocida en 1989 como Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) por la SEC estadounidense. En un principio su segmento de actuación era la calificación de bancos, pero en 1988 empezó a aplicar sus análisis también a empresas industriales y comerciales.

FITCH IBCA(4), destacando los responsables de ambas agencias la complementariedad existente, pues Fitch está especializada en el rating de titulación y deuda, e IBCA en ratings de bancos e instituciones financieras.

En relación a los propietarios de las principales agencias hay que decir que Standard & Poor's es una división de McGraw-Hill Companies desde 1966 y Moody's Investors Service es una compañía de Dun & Bradstreet Corporation desde 1962, pero esto no ha afectado a su independencia y profesionalidad. Por su parte, FITCH IBCA pertenece a la sociedad francesa Fimalac, empresa muy diversificada, que fue creada en 1991, y tiene intereses en la industria, en las comunicaciones y en el sector inmobiliario.

Las agencias de rating son susceptibles de clasificación bajo diferentes criterios, siendo uno de ellos el ámbito geográfico en el que operan, según el cual tendríamos:

— Agencias locales, que actúan en un determinado país o región.

— Agencias que operan a nivel internacional, como es el caso de S&P, Moody's e IBCA (actual FITCH IBCA)(5).

Tanto unas como otras tienen sus puntos fuertes y débiles. Las agencias locales tienen la ventaja de que sus analistas conocen mejor las características del mercado nacional, pero probablemente resultará muy difícil comparar el rating de un emisor local con el de un emisor de otro país. Por su parte, las agencias internacionales tienen una visión más amplia de las tendencias económicas globales y más capacidad para comparar tanto entornos industriales como condiciones competitivas y emisores de distintos países, pero puede suceder que no posean un conocimiento tan profundo del entorno local como el que tiene la agencia nativa (DALLAS, 1993, pág. 287).

Las agencias internacionales como S&P son conscientes de esta desventaja y lo intentan solu-

cionar creando agencias en aquellos países donde consideran que existen posibilidades para el desarrollo del rating. Un ejemplo de ello, lo podemos encontrar en nuestro país, donde S&P creó la agencia Iberating, S.A. (actual Standard & Poor's España, S.A.), aportando los analistas españoles de Iberating un conocimiento profundo del mercado español y S&P su experiencia global en todo tipo de sectores, emisiones y mercados. Esta forma de actuar responde a la estrategia internacional de S&P, definida como «perspectiva global fuertemente apoyada por presencia local» (Iberating, 1993, págs. 4-5).

No todas las agencias de calificación elaboran ratings sobre todos los instrumentos financieros que pueden ser objeto de calificación. Sólo las grandes agencias confeccionan calificaciones sobre un amplio abanico de activos, mientras que las más pequeñas optan por seleccionar algunos de ellos. También hay agencias que se especializan en instrumentos concretos, como lo hizo la norteamericana McCarthy, Crisanti & Maffei que se especializó en bonos basura (aunque también calificaba otros activos), o la agencia británica IBCA que nació especializada en ratings de bancos ampliando posteriormente su actividad.

Según CHARLTON y PRESCOTT (1993, pág. 272) para que una agencia de rating llegue a tener éxito en el mercado es necesario:

— Crearse una reputación de análisis profesional e independiente, para lo cual hay que dar tiempo a los inversores para que evalúen su actuación y comprobar que es totalmente independiente de presiones de cualquier tipo.

— Poseer un alto nivel de comportamiento ético, proporcionando así la seguridad de que los datos confidenciales que las empresas facilitan para la realización del rating son utilizados con total corrección.

— Contar con un mercado que favorezca el empleo de las calificaciones.

(4) La sociedad francesa Fimalac, propietaria de IBCA en el momento de su fusión, adquirió la agencia norteamericana Fitch a su propietario, el grupo norteamericano Van Kampen, y posteriormente fusionó las dos agencias de rating. En la nueva firma tienen participaciones significativas los directivos y está presidida por el presidente de Fimalac, siendo el vicepresidente el hasta ahora presidente de IBCA.

(5) La agencia S&P para introducirse en nuevos países suele utilizar como estrategia la realización de alianzas con agencias locales, mientras que la agencia Moody's prefiere establecer agencias de su propiedad en lugar de formar alianzas.

Por lo tanto, para que una agencia de rating tenga éxito es necesario el reconocimiento del mercado, en definitiva gozar de credibilidad ante inversores, emisores y el mercado en general.

Ahora bien, el número de agencias que pueden existir en un mercado es limitado, ya que el proceso de calificación supone al emisor no sólo unos costes directos sino también tener que dedicar parte de su tiempo a los analistas que elaboran el rating, y por lo tanto sólo estará dispuesto a hacerlo con un número pequeño de agencias (CHARLTON y PRESCOTT, 1993, pág. 272)(6).

Los ingresos de las agencias de rating proceden fundamentalmente de dos fuentes, de las publicaciones que editan, donde se recogen los ratings otorgados, y de los importes pagados por los emisores que solicitan una calificación. Es a partir de 1968, cuando las agencias de rating comenzaron a cobrar a los emisores que calificaban, ya que hasta ese momento los ingresos de las agencias procedían sólo de la venta de sus publicaciones. Aunque esta nueva política podía provocar «comentarios» acerca de la integridad de los calificadores, hechos como el ocurrido en 1971, cuando S&P bajó el rating (de A a BBB) a su propietario McGraw-Hill, acabaron con tales cuestionamientos, quedando notablemente reforzada la integridad de los calificadores (ROSS, 1976, pág. 141). Por otra parte, como comentan CANTOR y PACKER (1995, pág. 14), las agencias tienen una reputación que mantener, por lo que no concederán ratings altos a emisores que no los deban poseer.

Standard & Poor's no elabora ratings que no hayan sido solicitados por el emisor, porque de esta forma se asegura la colaboración del mismo y la posibilidad de disponer de toda la información necesaria para elaborar la correspondiente calificación, lo mismo suele hacer FITCH IBCA. Por el contrario, Moody's sí hace calificaciones sin el consentimiento del emisor.

3.- La importancia de poseer un rating

Para una empresa la importancia que tiene la posesión de un rating es elevada, ya que el rating

es un indicador de la calidad crediticia de una firma que al hacerse público permite reducir las posibles asimetrías informativas que pudieran existir en relación a la misma. Con su posesión dicha empresa puede realizar operaciones en el mercado financiero en condiciones más favorables que otra con un mayor grado de asimetrías informativas.

En efecto, un potencial inversor que acuda al mercado de deuda se enfrenta al problema de que la información disponible acerca de la entidad emisora puede ser insuficiente para tomar una decisión correcta de inversión, pero si esa deuda que se emite va acompañada de un indicador que refleje la calidad crediticia del emisor, es decir, de un rating, la asimetría informativa se ve reducida, al existir mayor información sobre la empresa. Ello se debe a que el rating se elabora considerando no sólo la situación financiera actual y pasada de la entidad emisora, sino además sus perspectivas futuras, al disponer la agencia de rating de información no sólo pública sino también privada acerca de la empresa.

MILLON y THAKOR (1985, págs. 1404-1416) consideran que en un mundo con información asimétrica y riesgo moral la existencia de agencias de información financiera que se dedican a adquirir y procesar información pero no proporcionan fondos, como es el caso de las agencias de rating, está plenamente justificada. Dichas agencias tienen como función principal certificar el verdadero valor de las empresas. Así, una compañía que piense obtener nueva financiación puede utilizar los servicios de estas agencias para dar a conocer al mercado el verdadero valor de la firma, con la seguridad de que tales agencias se verán obligadas a proporcionar información fiable y de calidad pues su futuro depende de ello. Esta última afirmación se recoge también en el trabajo de CAMPBELL y HEINKEL (1984), citado en HSUEH y KIDWELL (1988, pág. 47), quienes sugieren que el futuro de las agencias de rating depende de la calidad de la información que proporcionan hoy.

Por consiguiente, una herramienta que se halla a disposición de los emisores de deuda para

(6) Por todo lo comentado podemos observar que no es fácil que una agencia de rating de reciente creación llegue a consolidarse en el mercado, como lo demuestra el hecho de que la mayoría de los intentos de creación de agencias de calificación en Europa en los últimos años hayan fracasado, un ejemplo de ello es la agencia EuroRatings (especializada en los euromercados y promovida por la agencia norteamericana Fitch Investors Services), que creada en 1986 cerró sus puertas a principios de 1989.

resolver los problemas de asimetrías informativas en los mercados es, precisamente, el rating al señalar al mercado la calidad crediticia de las emisiones. De esta forma, los emisores pueden usar los ratings para dar a conocer la verdadera calidad crediticia de un bono y fijar el precio de acuerdo con ella. Por lo tanto, la señalización mediante una tercera parte, como son las agencias de rating, reduce los problemas de riesgo moral existentes en los mercados (HSUEH y KIDWELL, 1988, pág. 47), ya que a lo largo de toda la vida de la deuda emitida se realiza un análisis continuo de la situación financiera de la empresa, de manera que todo cambio significativo que se produzca en la misma se reflejará en modificaciones del rating.

En este sentido, DATTA, ISKANDAR-DATTA y PATEL (1997, pág. 394) afirman que el rating de un bono proporciona una certificación adicional sobre la calidad de la empresa, además de mitigar la incertidumbre *ex-ante* asociada con una nueva emisión de deuda. Así, los bonos con alto rating serán emitidos y posteriormente suscritos, por participantes en el mercado más prestigiosos que los bonos de bajo rating (pág. 379).

Asimismo, WHITED (1992, págs. 1438-1449) llega a la conclusión de que el rating de un bono contiene una gran cantidad de información, pues no sólo da a conocer al potencial inversor una «buena idea» del riesgo(7) que asume con la inversión, sino que indica que la firma ha sido sometida a un cuidadoso estudio para determinar su salud financiera y sus oportunidades de crecimiento futuro. Por tanto, el rating de un bono puede ser visto como un resumen estadístico de toda esta información, y la empresa que lo posea no tendrá el mismo nivel de asimetría de información que la que no lo posea. Por lo tanto, la prima de riesgo de una empresa con rating será inferior a una sin él.

Diversos autores (EDERINGTON, YAWITZ y ROBERTS, 1987, pág. 211; REITER y ZIEBART, 1991,

pág. 45; ZIEBART y REITER, 1992, pág. 252; LAMOTHE FERNÁNDEZ y PRIETO PÉREZ, 1991, pág. 25; DATTA, ISKANDAR-DATTA y PATEL, 1997, pág. 379) muestran que el rating juega un papel fundamental a la hora de determinar el rendimiento de nuevas emisiones de bonos, existiendo una relación negativa entre el rating otorgado al bono y su rendimiento, es decir, a mayor rating menor rendimiento(8). Así, EDERINGTON, YAWITZ y ROBERTS, (1987, págs. 211-225) afirman que el rating proporciona más información al mercado que la contenida en la información contable, siendo aceptado como un claro indicador de riesgo de una emisión sin distinguir si el rating ha sido otorgado por una agencia u otra (es decir, Moody's o Standard & Poor's). Por otro lado, WEST (1973, pág. 168) afirma que los ratings de bonos influyen sobre los rendimientos de éstos, al utilizarse como una herramienta de regulación financiera.

Por lo dicho anteriormente, se puede afirmar que la posesión de un rating disminuye el tipo de interés a la hora de realizar nuevas emisiones de deuda, debido a que el rating resume en un simple y sencillo «símbolo» el riesgo de un bono, proporcionando información sobre la calidad crediticia de su emisor; además dicha información es actualizada continuamente pues las agencias de rating siguen evaluando el riesgo del bono a lo largo de la vida del mismo.

WAKEMAN (1987, págs. 19-20) afirma que el coste que para una empresa representa tener su deuda calificada es cubierto por las ventajas que ello supone, como menor tipo de interés, aumento del número de compradores, etc.

Por otro lado, autores como BOLTON y SCHARFSTEIN (1996, pág. 1) afirman que la estructura de deuda óptima de una empresa depende entre otros factores del rating que posea la empresa, mientras que NAYAR y ROZEFF (1994, pág. 1431) consideran que el hecho de que el precio de las acciones de una empresa se vea

(7) SCHWENDIMAN y PINCHES (1975, pág. 193) afirman que dos medidas del riesgo de una empresa ampliamente utilizadas son el rating de bonos y el riesgo sistemático de las acciones.

(8) Ahora bien, aunque, como se ha indicado en Estados Unidos el rating desempeña un importante papel a la hora de determinar el tipo de interés de un bono, en Francia, donde el rating es un fenómeno reciente, ARTUS, GARRIGUES y SASSENOU (1993, pág. 218) comprobaron que en la mayoría de los casos un rating favorable no provoca ningún beneficio en términos de rendimiento de la emisión, ni en el mercado de deuda a corto plazo ni en el de deuda a largo plazo. La conciencia del inversor en Francia está más orientada hacia el riesgo de tipos de interés que al riesgo de incumplimiento. En un análisis de la relación entre el coste de la deuda, el tamaño, el riesgo y el endeudamiento total, y basado sobre datos individuales de empresas, BARDOS (1991), citado en ARTUS, GARRIGUES y SASSENOU (1993, pág. 218), concluyó que el efecto tamaño era el predominante; sugiriendo, por tanto, que en Francia la prima de riesgo tiene poca relación con el riesgo de incumplimiento.

afectado por cambios en su rating demuestra la importancia del rating para la financiación de la empresa. Además, dichos autores afirman que las agencias de rating desempeñan un papel de certificación sobre la salud financiera de una empresa de forma similar pero independiente del realizado por los bancos. El rating inicialmente otorgado a una emisión y los posteriores cambios del mismo ayudan a los inversores a clasificar a las empresas en función de las perspectivas futuras de las mismas indicadas mediante el rating (pág. 1448). En esta misma línea se pronuncian STOVER (1996, pág. 62), quien afirma que las agencias de rating realizan una función de certificación en los mercados, y THOMPSON y VAZ (1990, pág. 470) que destacan la función de certificación de las agencias de rating y sugieren que poseer la certificación de dos agencias (poseer dos ratings) es mucho mejor que poseer la de una sola agencia.

En su trabajo, BILLET, FLANNERY y GARFINKEL (1995, pág. 717) comprueban que cuando un préstamo es concedido por un prestamista con un alto rating, el precio de mercado de las acciones del prestatario experimenta una mayor subida que en el caso de que el prestamista no tenga tan buena calificación. Ello es debido al hecho de que un préstamo concedido por un buen prestamista, añade más información positiva a la ya existente, sobre la salud financiera del prestatario.

KWAN (1996, pág. 79) comprobó que ante nueva información específica de la empresa, reaccionan primero los precios de las acciones y luego esa información se refleja en el precio de los bonos. Pero al analizar el rating de los bonos llegó a dos conclusiones, por un lado, que el precio de los bonos calificados con AAA están incorrelacionados con lo que le acontece al precio de las acciones de la empresa (comportándose más como bonos libres de riesgo que como bonos con riesgo). Por otro lado, los bonos de grado especulativo (bonos de alto riesgo) están altamente correlacionados con lo que le ocurre a las acciones de la empresa, de manera que tales bonos parecen más activos de renta variable que activos de renta fija. Asimismo, DATTA e ISKANDAR-DATTA (1996, pág. 574) encontraron que los

bonos con bajo rating son más sensibles a la información transmitida por las operaciones de compra-venta de acciones realizadas por los *insiders* de la empresa que los bonos con un alto rating.

Por su parte, EDELMAN (1979, págs. 57-58) comprobó que el rating de un bono es probable que disminuya si se produce una sustitución de deuda por acciones preferentes, disminución que depende del número de emisiones de deuda sustituida por emisiones de acciones preferentes y del rating inicial que posea la empresa. Así, el rating de bonos de empresas con baja calificación es probable que responda más a los cambios en la estructura de capital que las empresas con alta calificación. Por ejemplo, las empresas calificadas con un rating Baa, que desean mantener su condición de grado de inversión tendrán que elegir cuidadosamente entre la financiación con deuda o con acciones preferentes, no siendo tan importante para las empresas con otros niveles de rating. En relación a las acciones preferentes, CRABBE (1996, pág. 56) observó que las acciones preferentes de compañías con un bajo rating deben tener una mayor compensación por riesgo de crédito que las de compañías con alto rating, pues las empresas de bajo rating tienen un mayor riesgo de no pagar los dividendos.

En diversos trabajos se ha analizado la relación entre las betas de acciones y de bonos y el rating otorgado a los bonos, con la finalidad de determinar si existe relación entre ambas medidas de riesgo de una empresa.

Mientras que algunos estudios han demostrado que existe relación entre ambos indicadores, aumentando la beta a medida que disminuye el rating del bono⁽⁹⁾ (un menor rating indica un mayor riesgo), otros no han encontrado relación alguna entre ellas. Así, SCHWENDIMAN y PINCHES (1975, pág. 199) encontraron que las betas de las acciones están relacionadas con el rating de los bonos, pero esta relación no fue encontrada por MELICHER y RUSH (1974, pág. 540). REILLY y JOEHNK (1976, pág. 1399) no encontraron relación entre la beta de bonos y el rating de bonos, pero otros autores sí han encontrado relación

(9) La relación más fuerte entre las betas y el rating se observa, cuando se comparan las betas de empresas con bonos calificados dentro del denominado grado de inversión (bonos de bajo riesgo) con las betas de empresas con los bonos calificados dentro del grado especulativo (bonos de alto riesgo).

como ROZEFF(10) (1976, pág. 2), SCHNEEWEIS(11) (1977, pág. 335) y WEINSTEIN (1981, pág. 270). Por su parte, OGDEN (1987, pág. 29) encontró que la relación entre estas dos medidas no era muy fuerte.

Finalmente, cabe reseñar que algunos autores han estudiado el tema de la reputación(12) en relación con el rating. Así, CRABBE y POST (1994, pág. 51) consideran el rating como un indicador de la reputación de la empresa, con lo cual cambios en el rating proporcionarán nueva información sobre la reputación de la misma. Los resultados de su trabajo indican que la cantidad de *Commercial Paper* que una empresa emite cae drásticamente después de que se le haya disminuido el rating a corto plazo; siendo consistentes con el modelo de DIAMOND (1989, pág. 1991), que predice que las firmas reducen su financiación en el mercado directo (mercado no intermediado) cuando pierden reputación. En dicho modelo se especifica la reputación en términos de rating y se afirma que los prestatarios con alto rating pedirán prestado fondos directamente al mercado mientras que los prestatarios de bajo rating acudirán a los bancos o intermediarios financieros para obtener financiación.

4.- Diferencias en el rating otorgado por distintas agencias (el split ratings)

En muchas ocasiones los emisores solicitan el rating para una misma emisión a más de una agencia, pudiendo producirse diferencias en el rating otorgado, denominadas split ratings. Los principales estudios realizados al efecto se refieren al mercado norteamericano, siendo su finalidad comprobar cómo reaccionan los inversores ante este fenómeno y averiguar las posibles causas de esta diferencia de ratings.

BILLINGSLEY, LAMY, MARR y THOMPSON (1985, pág. 65) realizan un estudio en el que intentan

estimar y evaluar la interpretación de los inversores acerca de la información contenida en el split ratings. Los resultados obtenidos indican que el rendimiento ofrecido por los bonos calificados con diferente rating por dos agencias no es significativamente diferente del ofrecido por un bono calificado con el menor rating de los dos, pero es significativamente distinto del correspondiente al mayor rating de ese split. Por lo tanto, parece que la percepción de los inversores sobre el riesgo de incumplimiento de una emisión está mejor representada por el menor de los dos rating concedidos (los inversores valoran más las malas noticias que las buenas). Además, no encontraron evidencias de que los inversores valoren más el rating de una agencia que el de otra.

Por su parte, LIU y MOORE (1987 págs. 83-84) utilizan en su estudio el fenómeno del split ratings para evaluar si el rating influye o no en el precio de los bonos en el mercado llegando a conclusiones similares, pues obtienen que el mercado considera que la calidad de un bono con diferente rating viene reflejado por el menor de los dos ratings, indicativo de la aversión al riesgo de los inversores, que ante información diferente respecto a la calidad del bono dan más credibilidad al menor rating. Además, la diferencia en los ratings parece transmitir información que de otra manera no sería valorada en el mercado. También se pone de manifiesto que ninguna agencia tiene más influencia que otra en la determinación del rendimiento de un bono.

Completando los estudios anteriores, PERRY, LIU y EVANS (1988, pág. 239) analizan el efecto que sobre el rendimiento de los bonos puede tener las diferencias de ratings otorgados, teniendo en cuenta las posibles modificaciones dentro de una misma categoría de rating (por ejemplo: AA+, AA, AA-), lo que denominan «sistema de rating modificado»(13). En este sistema, una diferencia de rating entre dos categorías continuas

(10) A través de su estudio pudo comprobar que las betas de bonos gubernamentales eran menores que las betas de empresas privadas.

(11) Este autor afirma que no existe relación entre el rating y las betas de bonos municipales, pero sí existe esa relación cuando se analizan las betas de bonos de empresas públicas y privadas y su correspondiente rating, llegando a la conclusión de que por tanto el rating de bonos municipales es innecesario a la hora de realizar una inversión. Esta afirmación es discutida por JOHNSON (1977, pág. 341), al considerar que el rating sí es necesario porque los bonos municipales no son una inversión totalmente segura.

(12) MILGROM y ROBERTS (1993, pág. 715) definen la reputación como «la imagen que de un individuo o de una organización se han formado los demás, de acuerdo con su comportamiento en el pasado, y que constituye la base para predecir su comportamiento en el futuro».

(13) Este sistema tenía como objetivo dar a los inversores información más precisa sobre la calidad de un bono y condujo a que los splits entre las agencias fueran más frecuentes (LIU y MOORE, 1987, pág. 72).

indica menos diferencia en la calidad del bono que si la misma se produjera en el sistema no modificado, por lo tanto la diferencia de rating en el sistema no modificado influye más en el precio del bono que la diferencia de rating en el sistema modificado.

CANTOR, PACKER y COLE (1996), citado en CANTOR y PACKER (1996, pág. 246), también señalan que en el caso de split ratings el rendimiento de la emisión está más relacionado con el menor de los ratings.

Resultados contrarios a los anteriores fueron encontrados por REITER y ZIEBART (1991, pág. 45), al observar que el rendimiento de los bonos no siempre es consistente con el menor de los ratings en caso de split ratings, pues encontraron que tal rendimiento era consistente con el mayor de los dos ratings.

HSUEH y KIDWELL (1988, pág. 52) llegaron a la conclusión de que poseer dos ratings (sean idénticos o diferentes) proporciona información adicional al mercado y reduce el coste de la emisión porque el valor de esa información adicional es superior al coste de obtener un segundo rating. Concretamente, el coste de una emisión con dos ratings iguales es inferior al de una emisión similar con un solo rating, y en el caso de ratings diferentes (split ratings) el coste de la emisión con doble rating es inferior al de una emisión similar con un rating igual al menor de los dos ratings otorgados.

THOMPSON y VAZ (1990, págs. 466-470), trabajando con una muestra de bonos industriales, obtienen que el rendimiento de una emisión con dos ratings idénticos es menor que una emisión similar con un solo rating, coincidiendo con HSUEH y KIDWELL (1988), mientras que cuando la emisión recibe dos ratings diferentes las conclusiones coinciden con las de BILLINGSLEY, LAMY, MARR y THOMPSON (1985). La probabilidad de que las agencias concedan el mismo rating es muy alta (85%) y el hecho de que el coste del segundo rating no exceda de las ventajas que supone obtenerlo hacen que consideren que dos ratings

son mejores que uno y concluyan diciendo que los emisores valoran el segundo rating, soliendo por tanto, solicitar dos ratings.

Por su parte, BEATTIE y SEARLE (1992a, pág. 171) encontraron que el split ratings se produce con bastante frecuencia y que la probabilidad de que las agencias coincidan no es tan elevada, es más observaron que el split ratings se producía en el 56% de la muestra considerada. Hay que tener presente que su muestra está formada por las 12 agencias de rating más importantes(14), mientras que THOMPSON y VAZ (1990) sólo trabajaron con S&P y Moody's. Así, cuando analizan sólo a estas dos agencias llegan a las mismas conclusiones que THOMPSON y VAZ (1990). BEATTIE y SEARLE, en un trabajo posterior afirman que existe un mayor consenso entre agencias de un mismo país que entre agencias de diferentes países (1992b, pág. 375).

En torno a esta problemática, cabe destacar el caso ilustrativo de la National Association of Insurance Commissioners (NAIC) de Estados Unidos, que creó en 1951 la Securities Valuation Office (SVO), para asignar ratings(15) a los bonos mantenidos en las carteras de las compañías de seguros, ya que su adquisición se producía fundamentalmente a través de colocaciones privadas que no poseían ratings de agencias, pero hoy en día las compañías de seguros tienen sus carteras compuestas, fundamentalmente, por bonos públicos caracterizados por poseer un rating, con lo cual la SVO confía en gran medida su tarea a estas agencias. Pero, como es frecuente la aparición de split ratings, la SVO tiene que realizar su propio análisis para decidir si asigna al bono el mayor o el menor rating de ese split. Se ha podido comprobar que la SVO parece bastante conservadora, pues cuando una emisión tiene dos ratings, selecciona el menor rating en un 70% de los casos; existiendo una alta correlación entre las agencias de ratings y las determinaciones de la SVO. Es muy difícil que la SVO no coincida con S&P y Moody's cuando estas dos agencias otorgan el mismo rating (CANTOR y PACKER, 1996, págs. 236, 242 y 246).

Para determinar el motivo que permita explicar la diferencia entre los ratings otorgados por distin-

(14) Dichas agencias pertenecen a Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Canadá y Australia.

(15) La SVO asigna a los bonos seis categorías de calidad (1, 2, 3, 4, 5, 6) que se corresponden con los ratings de las principales agencias. El 1 se corresponde con la Aaa, Aa y A de Moody's (con AAA, AA y A de S&P), el 2 con la Baa de Moody's (con la BBB de S&P), el 3 con la Ba de Moody's (con la BB de S&P), el 4 con la B de Moody's y de S&P, el 5 con la Caa, Ca y C de Moody's (con la CCC, CC y C de S&P) y el 6 con el grado de incumplimiento en ambas agencias (CANTOR y PACKER, 1996, pág. 240).

tas agencias, EDERINGTON (1986, pág. 46) establece en su estudio las tres hipótesis siguientes:

1.^a. Las agencias (Moody's y S&P) tienen normas diferentes de solvencia para una categoría de rating en particular.

2.^a. Las dos agencias consideran algún factor diferente o ponderan algún factor de forma distinta al evaluar la emisión.

3.^a. Diferencias de tipo aleatorio en las opiniones de los calificadores (*raters' judgments*) debido a la naturaleza subjetiva del rating.

La conclusión a la que llega es que no existen evidencias de que las agencias utilicen distintas normas o ponderaciones, por lo tanto es la tercera hipótesis la que explica, en general, las diferencias en el rating. Con lo cual se pone de manifiesto la complejidad y la subjetividad del rating y es esta subjetividad la que conduce a la mayoría de los emisores a solicitar un segundo rating.

Sin embargo, BEATTIE y SEARLE (1992a, pág. 170) llegan a resultados contrarios a los de EDERINGTON (1986), pues para ellos el motivo de la existencia de split ratings obedece a que las distintas categorías de rating a lo largo de la escala de calificaciones entre dos agencias no son completamente comparables. Conclusión similar obtienen en su estudio CANTOR y PACKER (1997, pág. 1416). En una posición intermedia, la agencia Moody's (1997, pág. 4) afirma, por su parte, que las diferencias en el rating otorgado por distintas agencias se producen por la existencia de los dos motivos mencionados anteriormente.

En resumen, cuando se produce una diferencia entre ratings el mercado considera que la calidad de un bono viene reflejada de forma más correcta por el menor de los ratings, viéndose por tanto afectado el rendimiento del bono. Se considera que es mejor tener dos ratings que uno, porque este hecho no sólo proporciona información adicional al mercado sino que reduce el coste de la emisión, ya que el valor de la información adicional es superior al coste de obtener un segundo rating. Algunos autores consideran que estas diferencias se producen fundamentalmente por el carácter subjetivo que posee el rating mientras que otros autores mantienen que son debidas a que las escalas de ratings de diferentes agencias no son

completamente comparables. No se ha observado que los inversores valoren más el rating de una agencia que el de otra, siendo la probabilidad de coincidencia entre agencias del mismo país mayor que entre agencias de países diferentes.

5.- Conclusiones

Las agencias de rating desempeñan un importante papel en los mercados financieros, al proporcionar a través de las calificaciones que elaboran información sobre la calidad crediticia de emisores y emisiones, siendo fundamental para que los inversores puedan tomar sus decisiones de inversión.

La existencia del rating disminuye las asimetrías informativas existentes en relación a los emisores, con lo cual el número de posibles compradores se incrementa, permitiendo, a su vez, que el emisor de tales activos calificados pueda financiarse a un menor tipo de interés que otro emisor que no posea rating; todo ello como consecuencia de que la calificación crediticia otorgada por una agencia de rating proporciona una certificación adicional sobre la salud financiera de la empresa. Por otro lado, hay que mencionar que muchos autores han relacionado el término reputación con el de rating, afirmando que éste se puede considerar como un indicador de la primera, con lo cual cambios en la calificación proporcionarán nueva información sobre la reputación de la compañía.

Diferentes estudios han puesto de manifiesto que entre el rating de bonos y la beta de acciones y bonos existe cierta relación, aumentando la beta a medida que disminuye el rating. También, se ha podido comprobar que los bonos con bajo rating son más sensibles ante nueva información específica de la empresa o ante las operaciones que ésta realice (por ejemplo, operaciones de compra-venta de acciones realizadas por los *insiders*) que los bonos que poseen una alta calificación crediticia.

Al existir varias agencias de rating y acudir los distintos emisores a varias de ellas con el objeto de ser calificados, se puede dar el hecho de que un mismo emisor o una misma emisión reciban diferentes ratings. En este caso, se ha podido comprobar, por un lado, que es beneficioso para

la empresa poseer más de un rating y, por otro, que los inversores consideran que la calidad de un bono viene reflejada por el menor de los ratings concedidos.

BIBLIOGRAFIA

- ARTUS, P.; GARRIGUES, J. y SASSENOU, M.: «Interest Rate Costs and Issuer Ratings: The Case of French CP and Bonds». *Journal of International Securities Markets*. Págs. 211-218. 1993.
- BARDOS: «Liaison entre le risque et la taille: l'influence de risque et de taille sur le taux d'intérêt». *Cahiers Economiques et Monétaires* nº 38. Págs. 49-104. Banque de France. 1991.
- BEATTIE, V.A. y SEARLE, S.H.: «Bond Ratings and Inter-Rater Agreement». *Journal of International Securities Markets*. Págs. 167-172. 1992a.
- «Credit-Rating Agencies: The Relationship between Rater Agreement and Issuer/Rater Characteristics». *Journal of International Securities Markets*. Págs. 371-375. 1992b.
- BILLET, M.T.; FLANNERY, M.J. y GARFINKEL, J.A.: «The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return». *The Journal of Finance* nº 2. Vol. 50. Junio. Págs. 699-718. 1995.
- BILLINGSLEY, R.S.; LAMY, R.E.; MARR, M.W. y THOMPSON, G.R.: «Split Ratings and Bond Reoffering Yields». *Financial Management*. Págs. 59-65. 1985.
- BOLTON, P. y SCHARFSTEIN, D.S.: «Optimal Debt Structure and the Number of Creditors». *Journal of Political Economy* nº 1. Vol. 104. Págs. 1-25. 1996.
- CAMPBELL y HEINKEL: «A Theory of Rating Agencies: Pricing, Quality, and Market Structure». *Working Paper*. University of Southern California. 1984.
- CANTOR, R. y PACKER, F.: «The Credit Rating Industry». *The Journal of Fixed Income* nº 3. Vol. 5. Diciembre. Págs. 10-34. 1995.
- «Discretion in Response to Split Ratings: The Case of the NAIC». *Journal of Insurance Regulation* nº 2. Vol. 15. Págs. 234-255. 1996.
- «Differences of Opinion and Selection bias in the Credit Rating Industry». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 21. Págs. 1395-1417. 1997.
- CANTOR, R.; PACKER, F. y COLE, K.: «Split Ratings and the Pricing of Credit Risk». *Federal Reserve Bank New York*. Unpublished manuscript. 1996.
- CHARLTON, M. y PRESCOTT, C.: «Las agencias de calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros». *Papeles de Economía Española* nº 54. Págs. 268-285. 1993.
- CRABBE, L.E.: «Estimating the Credit-Risk Yield Premium for Preferred Stock». *Financial Analysts Journal*. Septiembre-octubre. Págs. 45-56. 1996.
- CRABBE, L.E. y POST, M. A.: «The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper». *The Journal of Finance* nº 1. Vol. 49. Marzo. Págs. 39-56. 1994.
- DALLAS, G.: «Las agencias de calificación y el mercado de renta fija». *Papeles de Economía Española* nº 54. Págs. 286-295. 1993.
- DATTA, S. y ISKANDAR-DATTA, M.E.: «Does Insider Trading Have Information Content for the Bond Market?». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 20. Págs. 555-575. 1996.
- DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M.E. y PATEL, A.: «The Pricing of Initial Public Offers of Corporate Straight Debt». *The Journal of Finance* nº 1. Vol. 52. Marzo. Págs. 379-396. 1997.
- DIAMOND, D.W.: «Reputation Acquisition in Debt Markets». *Journal of Political Economy* nº 4. Vol. 97. Págs. 828-862. 1989.
- «Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt». *Journal of Political Economy* nº 4. Vol. 99. Págs. 689-721. 1991.
- EDELMAN, R.B.: «The Impact on Electric Utility Bond Ratings of Substituting Debt for Preferred Stock». *Financial Management*. Págs. 51-59. 1979.
- EDERINGTON, L.H.: «Why Split Ratings Occur». *Financial Management* nº 1. Vol. 15. Págs. 37-47. 1986.
- EDERINGTON, L.H.; YAWITZ, J.B. y ROBERTS, B.E.: «The Informational Content of Bond Ratings». *The Journal of Financial Research* nº 3. Vol. 10. Págs. 211-226. 1987.
- HSUEH, L.P. y KIDWELL, D.S.: «Bond Ratings: Are Two Better Than One?». *Financial Management* nº 1. Vol. 17. Págs. 46-53. 1988.
- IBERATING, S&P: *Ratings y Análisis* nº 1. Junio. 1993.
- JOHNSON, M.B.: «Discussant: Bond Ratings as a Measure of Market Rise». *National Tax Association/Tax Institute of America Proceedings*. Págs. 339-341. 1977.
- KWAN, S.H.: «Firm-Specific Information and the Correlation Between Individual Stocks and Bonds». *Journal of Financial Economics*. Vol. 40. Págs. 63-80. 1996.
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, P. y PRIETO PÉREZ, F.: *Los activos de renta fija. Valoración y principios de gestión*. Bolsa de Madrid. 1991.
- LIU, P. y MOORE, W.T.: «The Impact of Split Bond Ratings on Risk Premia». *The Financial Review* nº 1. Vol. 22. Febrero. Págs. 71-85. 1987.
- MAROTO ACÍN, J.A.: «Sistema financiero español: una taxonomía basada en las instituciones financieras». *Papeles de Economía Española* nº 54 (folleto adjunto). 1993.
- MELICHER, R.W. y RUSH, D.F.: «Systematic Risk, Financial Data, and Bond Rating Relationships in a Regulated Industry Environment». *The Journal of Finance*. Vol. 29. Mayo. Págs. 537-544. 1974.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J.: *Economía, organización y gestión de la empresa*. Primera edición. Ariel. Barcelona. 1993.

- MILLON, M.H. y THAKOR, A.V.: «Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies». *The Journal of Finance* nº 5. Vol. 40. Diciembre. Págs. 1403-1422. 1985.
- Moody's Investors Service: «The Function of Ratings in Capital Markets». *Moody's Special Comment*. Noviembre. 1997.
- NAYAR, N. y ROZEFF, M.S.: «Ratings, Commercial Paper, and Equity Returns». *The Journal of Finance* nº 4. Vol. 49. Septiembre. Págs. 1431-1449. 1994.
- OGDEN, J.P.: «Determinants of the Relative Interest Rate Sensitivities of Corporate Bonds». *Financial Management*. Págs. 22-30. 1987.
- PERRY, L.G.; LIU, P. y EVANS, D.A.: «Modified Bond Ratings: Further Evidence on the Effect of Split Ratings on Corporate Bond Yields». *Journal of Business Finance & Accounting* nº 2. Vol. 15. Págs. 231-241. 1988.
- REILLY, F.K. y JOEHNK, M.D.: «The Association between Market-Determined Risk Measures for Bonds and Bond Ratings». *Journal of Finance* nº 5. Vol. 31. Diciembre. Págs. 1387-1403. 1976.
- REITER, S.A. y ZIEBART, D.A.: «Bond Yields, Ratings, and Financial Information: Evidence from Public Utility Issues». *The Financial Review* nº 1. Vol. 26. Febrero. Págs. 45-73. 1991.
- ROSS, I.: «Higher Stakes in the Bond-Rating Game». *Fortune*. Abril. Págs. 133-142. 1976.
- ROZEFF, M.S.: «The Relationship of Bond Betas to Bond Returns and Agency Ratings with a Test of the Capital Asset Pricing Model». *Working Paper*. Series nº 76-17. University of Iowa. Iowa City, IA. 1976.
- SCHNEEWEIS, T.: «Bond Ratings as a Measure of Market Rise». *National Tax Association/Tax Institute of America Proceedings*. Págs. 334-339. 1977.
- SCHWENDIMAN, C.J. y PINCHES, G.E.: «An Analysis of Alternative Measures of Investment Risk». *The Journal of Finance* nº 1. Vol. 30. Marzo. Págs. 193-200. 1975.
- STOVER, R.D.: «Third-Party Certification in New Issues of Corporate Tax-Exempt Bonds: Standby Letter of Credit and Bond Rating Interaction». *Financial Management* nº 1. Vol. 25. Págs. 62-70. 1996.
- THOMPSON, G.R. y VAZ, P.: «Dual Bond Ratings: A Test of the Certification Function of Rating Agencies». *The Financial Review* nº 3. Vol. 25. Agosto. Págs. 457-471. 1990.
- WAKEMAN, L.M.: «The Real Function of Bond Rating Agencies». En *The Revolution in Corporate Finance*. STERN, J.M. y D.H. CHEW, JR. Editores. New York. Basil Blackwell, Inc. 1987.
- WEINSTEIN, M.: «The Systematic Risk of Corporate Bonds». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 3. Vol. 16. Septiembre. Págs. 257-278. 1981.
- WEST, R. R.: «Bond Ratings, Bond Yields and Financial Regulation: Some Findings». *The Journal of Law and Economics*. Vol. 16. Abril. Págs. 159-168. 1973.
- WHITED, T. M.: «Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data». *The Journal of Finance* nº 4. Vol. 47. Septiembre. Págs. 1425-1460. 1992.
- ZIEBART, D.A. y REITER, S.A.: «Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information». *Contemporary Accounting Research/Recherche Comptable Contemporaine* nº 1. Vol. 9. Págs. 252-282. 1992.