

6

EL RATING EN ESPAÑA

Prof. Dr^a. MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

RESUMEN

En el mercado financiero español se ha introducido desde hace algunos años una herramienta de gran utilidad para conocer la calidad crediticia de una emisión o de un emisor denominada **rating**, ya utilizada en otros mercados con un mayor grado de desarrollo. Las empresas financieras, las empresas no financieras así como las Comunidades Autónomas, principales entidades españolas que han acudido a las agencias de **rating** para solicitar una calificación, han recibido, en general, altos **ratings**. Tales calificaciones, si bien, han sufrido variaciones a lo largo de los años siguen indicando que las entidades españolas calificadas presentan niveles aceptables de calidad crediticia.

Palabras claves: **rating**, evolución, España, entidades financieras, entidades no financieras.

SUMMARY

The financial Spanish market has introduced some years ago a tool of great usefulness, already used on other most development markets, to know the credit quality of an emission or of an issuer named **rating**. Spanish financial companies, non-financial ones as well as the Autonomous Communities, have frequently come to the agencies of **rating** to request a qualification, having received generally high **ratings**. Although such qualifications have suffered variations through the years they continue to indicate that Spanish ratings entities present acceptable levels of credit quality.

Key words: **rating**, evolution, Spain, financial firms, non-financial firms.

1. INTRODUCCIÓN

El **rating** puede ser definido como "un indicador de la solvencia de una entidad (generalmente un emisor de valores), elaborado por una agencia especializada, normalmente a petición del emisor, con el fin de informar al inversor potencial de su calidad crediticia". Por lo tanto, a través del **rating** se da a conocer la opinión de una agencia especializada sobre la capacidad relativa de un emisor para hacer frente puntualmente a los pagos de intereses y devolución del principal de sus emisiones de renta fija.

El **rating** surgió en los Estados Unidos a principios del siglo XX, país donde es ampliamente utilizado; con el paso de los años ha ido adquiriendo cada vez más importancia en otros mercados, como en el euromercado y en países como Japón, Australia, Canadá, Francia o Reino Unido. Las crisis financieras que se han producido a lo largo del siglo XX han puesto de manifiesto, en muchas ocasiones, la necesidad de utilizar este instrumento en los mercados financieros. Así, se puede afirmar que la existencia y utilización del **rating** en los mercados beneficia a todos los participantes en el mismo: inversores, emisores, intermediarios financieros y autoridades reguladoras.

Las agencias de **rating** se caracterizan por ser entidades independientes y especializadas en la elaboración de calificaciones sobre la solvencia de un emisor o de una emisión. Fue en Estados Unidos donde se crearon las primeras agencias, extendiéndose a otros países en los años 70, muchas de las cuales estaban participadas o eran propiedad de las dos agencias de **rating** más importantes, Standard & Poor's (S&P) y Moody's Investors Service (Moody's). También es de destacar a la agencia británica IBCA (en la actualidad Fitch IBCA, Duff & Phelps, tras su fusión con Fitch Investors Services en 1997 y la de ésta con Duff & Phelps en 2000).

Para que una agencia de **rating** tenga éxito en el mercado es necesario crearse una reputación de análisis profesional e independiente, poseer un alto nivel de comportamiento ético y contar con un mercado que favorez-

ca el uso de las calificaciones (Charlton y Prescott, 1993:272), es decir, es necesario poseer el reconocimiento del mercado, gozar de credibilidad ante todos los participantes en el mismo (inversores, emisores, ...).

Las agencias de rating hacen pública su opinión sobre la calidad crediticia de un emisor a través de una combinación de letras (AAA, AA, A, ...), complementada con números (1,2,3) o signos matemáticos (+,-), comprendidos dentro de una escala. A medida que se desciende en la escala el nivel de riesgo crediticio aumenta. Esta escala se puede dividir en dos tramos: el grado de inversión, que recoge aquellos emisores cuya capacidad de pago se puede considerar adecuada y el grado especulativo, que abarca a los emisores cuya capacidad de pago es incierta; siendo los símbolos utilizados para los ratings a largo plazo diferentes de los utilizados para los ratings a corto plazo.

En general, el proceso seguido por las distintas agencias de rating a la hora de conceder un rating es similar (Iberating, 1993:11; Standard & Poor's, 1994b:62-63; Moody's, 1994:14-15). Este proceso comienza con una reunión informal del emisor con la agencia elegida, tras la cual, si el emisor decide continuar con su solicitud de rating, deberá proporcionar toda la información que la agencia le solicite (información pública e información de carácter confidencial). Al mismo tiempo, la agencia de rating designará a un equipo de analistas que estudiará toda esa información para, posteriormente, reunirse con los principales directivos de la entidad que solicita el rating. Tras la realización de estas reuniones, el Comité de rating adoptará la decisión acerca del rating que se va a otorgar, comunicándosela al emisor. En el caso de que el emisor, no estuviera de acuerdo con el rating otorgado, puede apelar y tendrá que facilitar nueva información al Comité, que en función de la misma establecerá el rating definitivo, comunicándolo al emisor y al público en general. La agencia de rating hará un seguimiento del rating otorgado durante toda la vida de la emisión modificándolo cuando la situación financiera del emisor lo haga necesario; tal modificación puede ir acompañada de un anuncio previo, a través de la inclusión del rating en la Lista de Vigilancia de la agencia, o bien, sin ese anuncio previo.

Al elaborar el rating las agencias tienen en cuenta, por un lado, variables externas a la empresa como el riesgo soberano, el riesgo sectorial y el entorno económico en el que desarrolla la entidad su actividad, y por otro lado, variables internas a la empresa, de carácter cuantitativo y de carácter cualitativo; es decir, se tienen en consideración variables económico-financieras de la empresa como la posición competitiva, la solidez financiera, la estructura accionarial, el apoyo público y

las características de la emisión, y variables de carácter cualitativo, fundamentalmente, la calidad de la dirección (Iberating, 1993:11; Moody's, 1994:5-13).

Se han realizado diferentes estudios para comprobar la validez y credibilidad de las calificaciones; los cuales han concluido que existe una fuerte relación entre el rating y la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones derivadas de la deuda, es decir, a mayor rating menor probabilidad de incumplimiento. Así, los emisores calificados dentro del grado de inversión poseen una menor probabilidad de incumplimiento que los emisores calificados dentro del grado especulativo (Fons y Kimball, 1991:42; Standard & Poor's, 1994a; Moody's, 1993).

El objetivo del presente trabajo es analizar los inicios y la posterior evolución del rating en nuestro país. Para ello, se estructura el artículo en cuatro secciones. Tras realizar en la introducción un breve resumen de los aspectos básicos de la calificación crediticia, se comenta en la segunda sección, los inicios de este instrumento en nuestro país. De forma global, en la tercera sección se hace referencia a la evolución a lo largo de los años del rating de las entidades españolas calificadas; recogiendo la última sección, las conclusiones del estudio.

2. DESARROLLO DEL RATING EN ESPAÑA

A lo largo de 1992 comienzan a operar en España las agencias de rating IBCA Rating España S.A., propiedad de IBCA en un 87%, e Iberating S.A., participada por Standard & Poor's en un 25% de su capital, quien a principios de 1994, adquiriría el 100% del capital, cambiando su razón social por la de Standard & Poor's España, S.A. Por su parte, la agencia Moody's Investors Service iniciaría sus operaciones en nuestro país en 1993, a través de la entidad Moody's Investors Service España, S.A., con una participación del 100%.

Antes de la implantación en nuestro país de las grandes agencias de rating, tuvieron lugar varios intentos para crear entidades de este tipo, que no llegaron a prosperar. Podemos citar los siguientes casos (Olivera Casaucau, 1992:509-512):

- En 1985 se constituyó la Agencia Española de Calificación, S.A. a iniciativa de un colectivo de profesionales, vinculado al Instituto de Analistas de Inversiones de Cataluña, con la intención de promover una agencia de rating para el mercado de pagarés de empresa y de renta fija en general, que incluso llegó a mantener contactos con agencias internacionales de rating para establecer un posible acuerdo de colaboración. Pero finalmente el proyecto no siguió adelante al llegar a la conclusión de que el

mercado no había alcanzado la madurez necesaria para este tipo de servicio. Precisamente, la agencia IBCA Rating España, S.A. nacería de la transformación de la Agencia Española de Calificación.

- En 1988 la sociedad Stock Rating, S.A. elaboró un proyecto para el Departamento de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña, en el que se estudiaban tres alternativas posibles de actuación: "wait and see", moderada y rápida. La sociedad se decantó por la segunda alternativa, que contando con el apoyo de un socio internacional, partiese de una estructura reducida para adquirir experiencia y para constituir una base de datos, lo más amplia posible, de cara a una etapa posterior de lanzamiento a gran escala. Esta sociedad constituida bajo el patrocinio de la Bolsa de Barcelona, que tenía como accionistas a agentes de cambio y bolsa de Barcelona, fue creada con el objeto de ofrecer un servicio de análisis de entidades cotizadas en Bolsa que fuera independiente y práctico.
- También, ha habido tímidos intentos de lanzar una sociedad de calificación de carácter local, como la de Renta 4 Rating, en 1988, asociada a la Sociedad de Valores Renta 4. Asimismo, hubo intentos por parte de la Agencia de Valores Pentor, y finalmente se creó la agencia Research Associates Credit Rating Service, asociada a la firma de análisis financiero Research Associates, que ha calificado a varias entidades (Renfe, Comunidad Autónoma de Baleares, etc.).

Si bien ya Mochón Morcillo (1991:57) destacaba que en España la calificación de las empresas emisoras de renta fija no estaba muy arraigada, en los últimos años va teniendo cada vez más importancia. Así, sociedades como Stock Rating, Renta 4 y el propio BBV elaboran listados que, en principio, cualquier inversor debería utilizar a la hora de seleccionar sus inversiones. En este sentido, Analistas Financieros Internacionales (2000:302) apuntan que el reducido éxito del rating en España ha sido provocado por el tamaño del mercado primario español, unido al tipo de inversores a los que tradicionalmente se han dirigido los títulos emitidos en nuestro mercado.

Charlton y Prescott (1993:276) afirman que "el desarrollo de un mercado de calificaciones (ratings) en España será un proceso lento, dada la resistencia de la mayoría de las compañías a exponer al libre juicio de terceros los detalles de sus resultados de explotación y sus planes de negocio. De todos modos, el mercado crecerá a medida que se vayan reconociendo todas las ventajas de las calificaciones". Así, son numerosos los autores que en años más recientes destacan las ventajas que supondría para el mercado español un mayor uso del rating como Rodríguez Ramos (2000:16), que considera

que la utilización de tal herramienta ayudaría a solucionar las deficiencias de nuestro mercado de renta fija privada.

Además, hay que mencionar que el desarrollo del rating en nuestro país se puede encontrar con el obstáculo que representa el hecho de que los grandes emisores de deuda sean entidades, públicas y privadas, muy conocidas en el mercado confiando los inversores en ellas. Por eso, estos emisores solicitan una calificación para la deuda emitida en mercados exteriores, pero no para la que emiten en el mercado nacional.

En 1993, Iberating afirmaba que el mercado español de renta fija privada estaba aún poco desarrollado debido a la existencia de factores que frenan la posible expansión, entre los que destacaba la preponderancia de la Deuda Pública, con un alto porcentaje del mercado de renta fija. A pesar de ello, la citada agencia señala la existencia de varios factores que hacían prever el desarrollo del rating en el futuro (pp. 9-10):

- El progresivo crecimiento del mercado, que da paso a nuevos emisores y a una intensificación del proceso de desintermediación.
- La existencia de una base importante de inversores extranjeros, con una política interna de crédito que les exige una calificación mínima como requisito imprescindible para la realización de la inversión.
- La aparición en el mercado de nuevos productos financieros, como la titulización de activos, cuya complejidad hace difícil que el inversor pueda determinar su nivel de riesgo. Algunas de estas emisiones por exigencias de la ley deben contar con la calificación de una agencia reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En esta misma línea Charlton y Prescott (1993:274) apuntaban, además, otros factores que contribuirían a tal desarrollo:

- Los bancos españoles, que han sido tradicionalmente los encargados de colocar entre los inversores las emisiones de activos, han aceptado que la desintermediación es inevitable. Además, existe la posibilidad de que los inversores consideren que el banco garantiza la emisión que está colocando, con los problemas que ello supone en el caso de impago de la deuda, por ésto es probable pensar que quieran protegerse y una forma de hacerlo es el rating.
- El apoyo de las autoridades, normalmente por vía fiscal, a la formación de capital mediante el ahorro directo y los fondos de pensiones y de inversión alentará el crecimiento de los mercados de capitales interiores, a medida que los gestores de los fondos busquen oportunidades de inversión fuera de

los mercados de renta variable.

- La exigencia mediante normativa oficial o interna de las calificaciones para asegurar un nivel de riesgo adecuado en la formación de carteras.

Además, a todo ello se puede unir el estímulo que para el desarrollo del rating ha supuesto los requerimientos de calificación fijados por el Banco Central Europeo, en 1998, para aceptar papel en las operaciones de intervención monetaria. En opinión de Analistas Financieros Internacionales (2000:304) los proyectos de regulación financiera del Banco Central Europeo, la proliferación de la inversión institucional y la necesidad de contar con los inversores pertenecientes a la zona euro hacen suponer que nuevas entidades de nuestro país acudan a una agencia de calificación para ser calificadas. Esto contribuiría a la expansión del rating en el mercado español.

A principios de la década de los noventa, Iberating afirmaba que el desarrollo del rating en España iba a depender "no sólo de los emisores, sino también en gran medida de la actitud de los inversores y de las autoridades reguladoras de los mercados"(1993:10).

Actualmente, se puede decir que el número de entidades que en nuestro país poseen un rating experimenta aumentos de un año a otro, siendo los emisores calificados, fundamentalmente, las entidades financieras y las Comunidades Autónomas, en relación a las empresas no financieras su número es menor, pero presenta una tendencia creciente, por ejemplo, en 1993 eran 8 empresas las que contaban con calificación, perteneciendo éstas a tres sectores económicos, en 1999 el número se situaba en 14 empresas pertenecientes a seis sectores económicos.

La legislación española y el rating

En la actualidad, en España el rating no es obligatorio para acudir al mercado excepto para los activos emitidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria y por los Fondos de Titulización de Activos, y para las operaciones realizadas por las Instituciones de Inversión Colectiva con instrumentos derivados no negociados en mercados organizados de derivados. En nuestro país las normas jurídicas que se refieren al rating son:

- La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria, en cuyo art. 5.8 relativo a los Fondos de Titulización Hipotecaria, señala que: "el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mer-

cado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión".

- La Orden de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, cuyo apartado II.3 del modelo del Anexo A (para valores de renta variable) y modelo del Anexo B (para valores de renta fija), señala como punto del folleto: "evaluación del riesgo inherente a los valores o a su emisor, cuando esta evaluación haya sido efectuada por una entidad calificadora. En tal caso, se señalará la denominación completa de dicha entidad, el significado del grado otorgado, la fecha de la evaluación y, en su caso, se señalará si la entidad calificadora ha sido reconocida como tal por la Comisión Nacional del Mercado de Valores".
- La Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, cuya disposición cuarta referida a los requisitos específicos para operar en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados de derivados, en su apartado 1.b señala que: "las contrapartes deberán ser entidades financieras domiciliadas en Estados miembros de la OCDE sujetas a supervisión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que tengan solvencia suficiente. A estos efectos, se presumirá que la contraparte tiene solvencia suficiente cuando cuente con calificación crediticia favorable de una agencia especializada reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores".
- El Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, en su capítulo I, dedicado a los fondos de titulización de activos, artículo 2.3.b referido a los requisitos que ha de cumplir el pasivo del fondo, señala que: "el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar de forma destacada en su folleto de emisión y en toda la publicidad del fondo. En el supuesto de emisiones de valores de carácter principal, no subordinado, atendiendo a las características de los activos del fondo y los valores a emitir con cargo al mismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar su verificación a que las mismas alcancen un nivel mínimo de calificaciones del riesgo crediticio".

Las agencias de rating reconocidas como tales por la Comisión Nacional del Mercado de Valores son: Moody's Investors Service España, S.A., Standard & Poor's España, S.A. e IBCA Rating España, S.A.. Recientemente, también ha sido reconocida la agencia de calificación Thomson Bankwatch.

3. CONCESIÓN Y EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS OTORGADOS A ENTIDADES ESPAÑOLAS

Al analizar las fechas en que fueron concedidos los primeros ratings a entidades de nuestro país, se observa que la mayoría de las empresas calificadas por S&P o por Moody's habían solicitado primero un rating a corto plazo y años después, un rating a largo plazo; sin embargo, con la agencia IBCA lo habitual ha sido obtener el rating a largo y a corto plazo, conjuntamente, en la misma fecha¹. Pero también es de destacar que en los años más recientes las empresas calificadas por las dos agencias estadounidenses, como el Banco Popular o Bankinter, han obtenido en la misma fecha ambos ratings, a corto y a largo plazo.

Exceptuando casos como el de Telefónica (calificada a corto plazo por Moody's y S&P en 1987), en general, y en lo referente a empresas, son las entidades financieras las que poseen rating desde fechas más antiguas. Los grandes bancos están calificados desde los años ochenta. Entre las eléctricas, Iberdrola es la primera que obtuvo un rating a corto plazo a finales de 1988 y Endesa la primera en obtenerlo a largo plazo, en los primeros meses de 1991 (en esa fecha también se le concedió rating a corto plazo), dos años más tarde lo obtenía Iberdrola.

Lo habitual es que las entidades calificadas posean rating de dos o más agencias, siendo poco frecuente que una entidad esté calificada sólo por una agencia como es el caso del Banco Zaragozano o el Banco Guipuzcoano, que poseen rating de IBCA desde 1991 y desde 1990, respectivamente. También, es poco frecuente que las entidades estén calificadas sólo a largo plazo o sólo a corto plazo, como el caso de Tabacalera que sólo fue calificada a corto plazo.

Todos los emisores españoles calificados poseen, excepto dos empresas no financieras calificadas recientemente², ratings comprendidos dentro del grado de inversión, en las categorías genéricas AA (ó Aa) y A, fundamentalmente, en lo referente al rating a largo plazo. Debe tenerse presente que el rating del país actúa como techo a la hora de asignar una calificación a una emisión o a un emisor, con lo cual en nuestro país ningún emisor o emisión puede poseer una AAA, pues el Reino de España lo impide al tener una calificación den-

tro de la categoría genérica de AA. En cuanto al rating a corto plazo, la mayoría de las entidades poseen los ratings más altos dentro de la escala general de calificaciones; la variedad de calificaciones otorgadas a largo plazo es mayor que a corto plazo.

El split ratings³ es un fenómeno poco frecuente en nuestro país, aunque en algunas ocasiones se ha podido apreciar, como en el caso de Telefónica que recibió en mayo de 1996 un rating a largo plazo de S&P de AA- y en junio de ese mismo año una AA de IBCA, o Iberdrola calificada a largo plazo en junio de 1993 por S&P con AA- y en octubre por Moody's con A1.

De las agencias de calificación que actúan en España, es la agencia IBCA la que posee un mayor número de entidades financieras calificadas, mientras que Moody's y Standard & Poor's tienen un mayor número de Comunidades Autónomas calificadas; IBCA nació como agencia de rating especializada en calificar entidades financieras, ampliando posteriormente la concesión de calificaciones a otro tipo de entidades.

Las agencias de rating no sólo otorgan ratings a largo plazo y a corto plazo, sino que suelen completar estas calificaciones con información adicional. Así, Standard & Poor's acompaña a sus ratings a largo plazo con las denominadas perspectivas de rating, IBCA concede sólo a los bancos, además de los tradicionales ratings a largo y a corto plazo, los ratings individuales y los ratings legales (los bancos españoles calificados por esta agencia poseen, la mayoría, ambos ratings y en niveles aceptables). Por su parte, la agencia Moody's en 1995, otorgó a los bancos que ya había calificado a largo plazo y/o a corto plazo una nueva calificación, los Bank Financial Strength Ratings (BFSR), que miden la solvencia intrínseca de una entidad, y son un complemento a los ratings tradicionales otorgados por la agencia; obteniendo los bancos españoles buenos niveles de ratings en esta nueva modalidad.

En relación a los anuncios realizados por las agencias

¹ Existen, además, de las tres agencias de calificación citadas, otras agencias que también tienen calificadas a entidades españolas, como las agencias Japan Credit Rating y Japan Bond Research, pero en un menor número, siendo tales agencias de menor importancia a nivel mundial; por todo ello, no se hace mención a ellas en el trabajo.

² Estas empresas no financieras poseen ratings dentro de la categoría genérica de BB y B, primer y segundo nivel dentro del grado especulativo.

³ El split ratings hace referencia al hecho de que el rating otorgado a una misma emisión o emisor difiera de una agencia a otra.

en los cuales se comunica que a un determinado emisor se le va a confirmar o modificar el rating previamente otorgado, es preciso decir que antes de 1987 no se ha localizado ningún anuncio, pues es, prácticamente, a mitad de los años ochenta cuando los emisores españoles comienzan a acudir a las agencias en busca de una calificación crediticia.

Así, dentro del período 1987-2000, se observa que la mayoría de los anuncios se producen de 1991 en adelante, año en que la agencia IBCA confirma el rating a un número importante de bancos. Pero es a partir de 1992, cuando las agencias comienzan a realizar una mayor cantidad de anuncios de rating referidos a aumentos o disminuciones de las calificaciones, y no sólo confirmar el rating que habían otorgado con anterioridad, al mismo tiempo que comienzan a calificar a más entidades y a ampliar los ratings que ya les habían concedido (por ejemplo, si una entidad sólo tenía rating a corto plazo, le otorgan rating a largo plazo). Esta mayor actividad de las agencias en España es debida, fundamentalmente, a que es en 1992 cuando comienzan a instalarse las grandes agencias de rating en nuestro país.

La agencia IBCA es la que ha realizado, durante este período, un mayor número de anuncios, seguida de la agencia S&P. Esto es comprensible, ya que, la agencia británica tiene calificadas un gran número de entidades, sobre todo bancos, y además de otorgar los ratings a largo plazo y a corto plazo concede los ratings individuales y los ratings legales.

Las agencias en el período al que nos referimos, fundamentalmente, han realizado confirmaciones de rating, y el número de bajadas de rating ha sido muy similar al número de subidas.

Las agencias de rating, en muchas ocasiones, antes de modificar la calificación de una entidad la colocan con anterioridad en las llamadas Listas de Vigilancia⁴, indicando la posible dirección (o perspectiva) que puede tomar el rating. Las perspectivas con que se pueden colocar son tres, positivas, negativas o en desarrollo, utilizando esta última cuando el rating puede tanto mejorar como empeorar. Hemos observado, a lo largo del período analizado, que gran cantidad de los cambios de rating efectuados por las agencias han estado precedidos por la colocación de dichas entidades en estas Listas de Vigilancia.

En este sentido, es de destacar que Standard & Poor's y Moody's son las agencias que suelen colocar, en la mayoría de las ocasiones, las entidades en la Lista de Vigilancia antes de modificar su rating, en cambio IBCA no suele hacerlo. Un portavoz de IBCA nos ha comentado que en la mayoría de casos, cuando hay que subir o

bajar un rating, se hace durante la revisión anual del rating de cada entidad sin la necesidad de ponerla en el "Rating Watch", y que una entidad se pone en vigilancia cuando antes de la revisión anual hay un hecho excepcional que podría afectar al rating.

Después de un período bajo vigilancia las agencias toman la decisión acerca del rating de esas entidades, confirmándole o modificándole el mismo. Una entidad colocada bajo observación con perspectiva negativa puede ver confirmado su rating, una entidad colocada con perspectivas positivas puede que se le suba el rating, etc., es decir, que no siempre la resolución tomada por la agencia coincide con la dirección que indicaba la perspectiva bajo la que fue colocada. En nuestro país, se ha comprobado que las resoluciones tomadas por las agencias están bastante acordes con la perspectiva positiva o negativa con la que fueron colocadas las calificaciones en la Lista de Vigilancia. Estos resultados nos permiten afirmar que si un rating es colocado con perspectiva negativa, al abandonar la Lista éste sufrirá en el peor de los casos una disminución y en el mejor caso una confirmación, pero no es probable que el rating se vea aumentado. En el caso de la colocación bajo observación por motivos positivos, podríamos afirmar lo mismo, que no es muy probable que el rating abandone dicha Lista con una disminución, sino que lo más frecuente es que el rating sea aumentado o confirmado.

En relación al tiempo que se tarda en tomar la decisión de que una entidad bajo vigilancia vea su rating confirmado o modificado, éste varía bastante. En general, se observa que la mayoría de los ratings no están en observación más de 155 días, siendo muy pocos los anuncios que están bajo vigilancia menos de 30 días o más de 240 días. No se observan diferencias cuando el rating se aumenta, se confirma o se disminuye, en cuanto a los días que han transcurrido hasta que el rating abandona la Lista de Vigilancia; aunque la variación es más acusada en las bajadas, donde el rating de algunas entidades sólo ha estado en vigilancia 15 días, otras alrededor de 150 días, y otras cercanas a los 300 días.

Al analizar los anuncios de cambio de rating, se

⁴ Las Listas de Vigilancia son utilizadas por las agencias de rating cuando se produce o se espera que tenga lugar un acontecimiento que pueda afectar a la calidad crediticia del emisor, pero la agencia necesita información adicional a la que actualmente posee para tomar la decisión de si el rating de dicho emisor se modifica o por el contrario, se le confirma. Estas Listas fueron creadas como reconocimiento por parte de las agencias, de que la revisión de un rating puede llegar con cierto retraso al mercado; siendo la agencia Standard & Poor's la primera en utilizarla en 1981.

puede observar si tales cambios suponen el paso de una categoría de rating a otra (por ejemplo de AA a A) o si esos cambios suponen únicamente una modificación dentro de la misma categoría (por ejemplo, de AA+ a AA). En el caso de cambios de rating precedidos por su colocación en la Lista de Vigilancia, observamos que tanto en el caso de bajadas como en el caso de subidas de rating, podemos decir que, aproximadamente, la mitad de los anuncios han supuesto un cambio de categoría (la otra mitad ha sufrido sólo modificaciones dentro de la misma categoría). En el caso de cambios de rating no precedidos por su colocación en estas Listas, los resultados obtenidos son similares, pues, prácticamente, el 50% de los anuncios, han supuesto un cambio de categoría. También se observa que tanto en el caso de cambios de rating (ya sean bajadas o subidas), con anuncio previo o sin anuncio previo, es decir, con colocación en la Lista de Vigilancia o sin tal colocación, los cambios de rating que suponen el paso de una categoría a otra se han realizado "suavemente", porque no se han producido saltos en la escala de ratings, es decir, los cambios se han realizado por ejemplo de AA- a A+. Lo mismo ha ocurrido cuando han tenido lugar modificaciones dentro de la misma categoría de rating, produciéndose cambios por ejemplo de A+ a A.

También, es de gran interés conocer si esos cambios de rating han provocado un desplazamiento del grado de inversión (que comprende desde el rating AAA ó Aaa hasta el rating BBB ó Baa) al grado especulativo (que comprende el rating BB ó Ba y los ratings inferiores a él), o viceversa. Al realizar el análisis de los anuncios de modificaciones en las calificaciones se ha observado que no se han producido esos desplazamientos, encontrándose, la mayoría de las entidades calificadas en nuestro país, una vez tenidos en cuenta todos los cambios de rating que las agencias han realizado, dentro del grado de inversión.

4. CONCLUSIONES

El rating es un instrumento de gran utilización en el mercado financiero estadounidense, país en que surgió a principios del siglo XX, y que progresivamente, se va extendiendo a mercados financieros de otros países, entre ellos a nuestro mercado.

La calificación crediticia, traducción más utilizada del rating a nuestro idioma, indica la calidad de crédito de un emisor o de una emisión, es decir, su capacidad de pago puntual de intereses y devolución de una deuda, proporcionando información de gran importancia para los inversores, pero no sólo ellos se benefician de la utilización de este instrumento, sino que se puede afirmar que, en general, el rating tiene ventajas para todos los participantes en los mercados financieros.

En nuestro país, es a mitad de los años ochenta cuando los emisores comienzan a ser calificados por las prin-

cipales agencias de rating, produciéndose progresivamente incrementos en el número de emisores que cuentan con una calificación. Las entidades financieras y las Comunidades Autónomas son las que han acudido fundamentalmente a solicitar un rating, pero cada vez es mayor el número de empresas no financieras que también lo solicitan.

En general, los emisores y emisiones españoles que están calificados por las principales agencias cuentan con elevadas calificaciones, incluso con ratings iguales al del Reino de España, que actúa como techo. A lo largo de los años, los ratings de los emisores de nuestro país han sufrido variaciones, al igual que ha ocurrido con emisores calificados en otros países, pero tales variaciones no han sido excesivamente bruscas, permaneciendo, mayoritariamente, los ratings en los niveles más altos de las escalas de ratings de las agencias, por tanto, dentro del grado de inversión.

BIBLIOGRAFIA

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): *Guía del Sistema Financiero Español en el nuevo contexto europeo*, Escuela de Finanzas Aplicadas, 3ª edición, Madrid.

CHARLTON, M. y PRESCOTT, C. (1993): "Las agencias de calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 268-285.

FONS, J.S. y KIMBALL, A.E. (1991): "Corporate Bond Defaults and Default Rates 1970-1990", *The Journal of Fixed Income*, junio, pp. 36-47.

IBERATING, S&P (1993): *Ratings y Análisis*, junio, n. 1.

MOCHÓN MORCILLO, F. (1991): "El mercado de pagarés de empresa", *Papeles de Economía Española*, n. 49, pp. 57-64.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (1993): "Corporate Bond Defaults and Default Rates 1970-1992", *Moody's Special Report*, enero.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (1994): *Las calificaciones de Moody's*, Moody's Investors Service España, S.A.

OLIVERA CASAUCAU, A.M. (1992): "Las agencias de rating: análisis funcional y aplicación al mercado financiero español", *Tesis doctoral*, Universidad de Barcelona.

RODRÍGUEZ RAMOS, A. (2000): "Los mercados españoles de Renta Fija no estatal: Diagnóstico de la situación actual y propuestas de mejora", *Análisis Financiero*, n. 82, tercer cuatrimestre, pp. 7-20.

STANDARD & POOR'S (1994a): "Corporate Defaults Sharply Lower in 1993", *CreditWeek International*, 2 de mayo. pp. 33-34.

STANDARD & POOR'S (1994b): *Ratings y Análisis*, n.º. 4, diciembre.