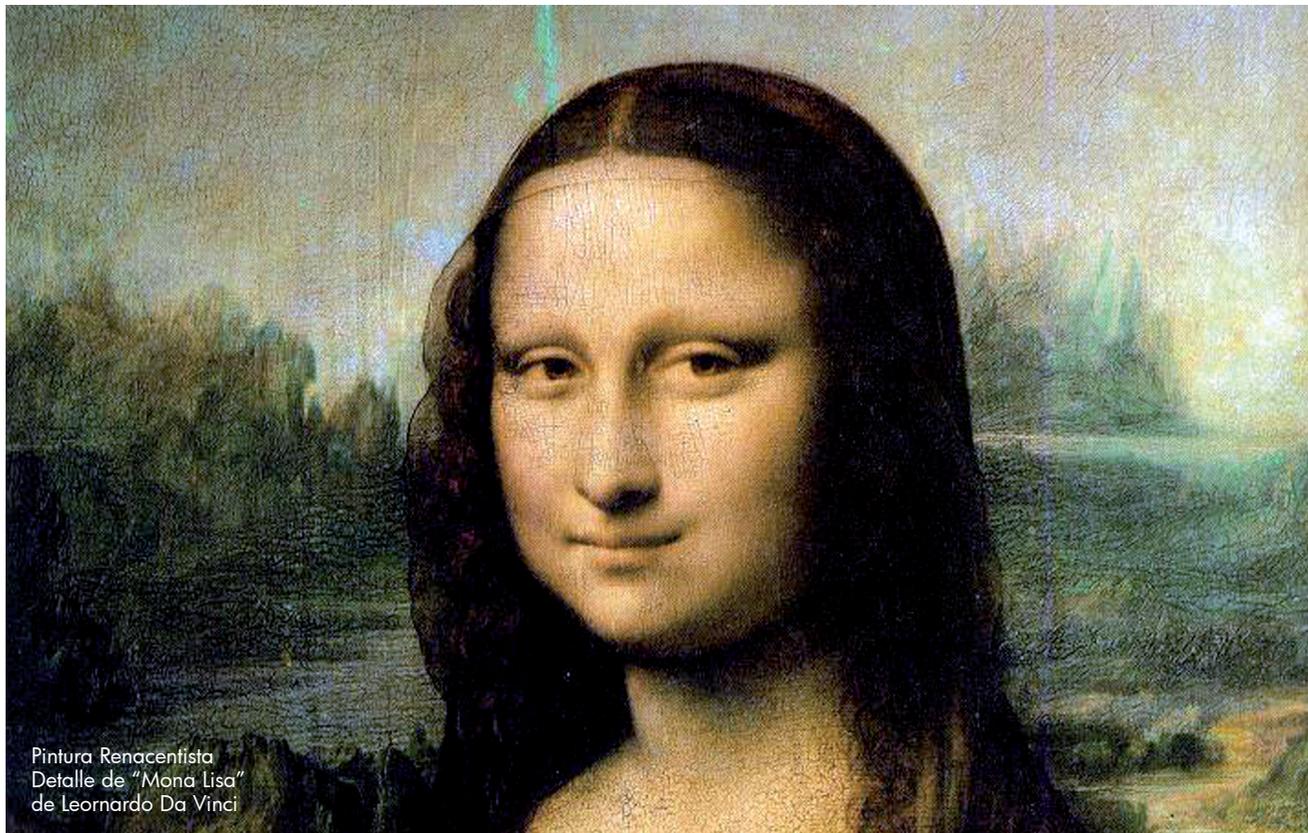


*Administración y Finanzas / Administration and Finance /
Administração e Finanças / Administration et Finances*

5.



*La Calidad Académica,
un Compromiso Institucional*



Pintura Renacentista
Detalle de "Mona Lisa"
de Leonardo Da Vinci

Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008. ¿El fin de un poder sin control?

*María Concepción Verona Martel
José Juan Déniz Mayor*

Verona Martel, María C.
y Déniz Mayor, José J.
(2011). Las agencias de
rating y la crisis financiera
de 2008. ¿El fin de un
poder sin control?
Criterio Libre, 9 (14),
127-160
ISSN 1900-0642

LAS AGENCIAS DE RATING Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008: ¿EL FIN DE UN PODER SIN CONTROL?*

MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL**
JOSÉ JUAN DÉNIZ MAYOR***

Fecha de recepción: enero 31 de 2011

Fecha de aceptación: mayo 2 de 2011

RESUMEN

En el presente trabajo se analiza la influencia de las agencias de calificación crediticia en los mercados de valores, a través de una revisión de trabajos empíricos realizados en diferentes países, así como los recientes esfuerzos de los gobiernos por establecer normas que las regulen, dada su relevancia y el cuestionado papel que han desempeñado desde el comienzo de la crisis de 2008. La importancia de este estudio radica en que permite corroborar la hipótesis de que estas agencias tienen un poder real sobre los mercados financieros, por lo que es preciso diseñar instrumentos que permitan asegurar que sus ratings sean elaborados en forma responsable y fiable.

PALABRAS CLAVE:

Agencias de rating, rating, regulación, crisis financiera.

CLASIFICACIÓN JEL:

G01, G14, G24.

* Artículo producto de la investigación adelantada por el Grupo de Investigación Información Contable, Economía Financiera y Desarrollo Sostenible de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

Article product of an investigation by Grupo de Investigación Información Contable, Economía Financiera y Desarrollo Sostenible de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

** Profesora titular de Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (España), Ph.D. en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (España), investigadora del Grupo de Investigación "Información Contable, Economía Financiera y Desarrollo Sostenible" (INFISOC) <<http://www.gi.ulpgc.es/infisoc>>, e-mail: cverona@defc.ulpgc.es. Facultad de Economía, Empresa y Turismo.

*** Profesor titular de Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (España), Ph.D. en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (España), director del Grupo de Investigación "Información Contable, Economía Financiera y Desarrollo Sostenible" (INFISOC), <<http://www.gi.ulpgc.es/infisoc>>, e-mail: jdeniz@defc.ulpgc.es. Facultad de Economía, Empresa y Turismo.

ABSTRACT

THE RATING AGENCIES AND THE FINANCIAL CRISIS IN 2008:
THE END OF AN UNCONTROLLED POWER?

This article analyzes the influence of the credit qualification of the security markets through a review of empirical works made in different countries, as well as the recent efforts of governments to establish rules that regulate them in view of their relevance and the questioned role that they have performed since the beginning of 2008's crisis. The importance of this study lies in the corroboration of the hypothesis that these agencies have a real power over the financial markets and that is why it is necessary to design instruments that assure that the ratings are made in a trustworthy and responsible way.

Keywords: Rating, rating agencies, regulation, financial crisis.

JEL Classification: G01, G14, G24.

RESUMO

AS AGÊNCIAS DE RATING E A CRISE FINANCEIRA DE 2008:
O FIM DE UM PODER SEM CONTROLE?

No presente trabalho se analisa a influência das agências de qualificação creditícia nos mercados de valores, através de uma revisão de trabalhos empíricos realizados em diferentes países, assim como os recentes esforços dos governos por estabelecer normas que as regulem, dada sua relevância e o questionado papel que tem desempenhado desde o começo da crise de 2008. A importância deste estudo radica em que permite corroborar a hipótese de que estas agências têm um poder real sobre os mercados financeiros, pelo que é preciso desenhar instrumentos que permitam assegurar que seus ratings sejam elaborados em forma responsável e fiável.

Palavras-chave: Agências de rating, rating, regulação, crise financeira.

Classificação JEL: G01, G14, G24.

RÉSUMÉ

LES AGENCES RATING ET LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008:
LA FIN D'UN POUVOIR SANS CONTRÔLE?

Dans cet article nous analysons l'influence des agences de crédit dans les marchés des valeurs mobilières, à travers une revue des études empiriques menées dans différents pays, et les efforts récents du gouvernement d'établir des normes pour les réglementer, en tenant compte leur pertinence et le rôle joué depuis le début de la crise de 2008. L'importance de cette étude c'est que nous permet de confirmer l'hypothèse selon laquelle ces organismes ont un réel pouvoir sur les marchés financiers, ce qui rend nécessaire de

concevoir des outils pour s'assurer que leurs évaluations soient réalisées de manière responsable et fiable.

Mots clés: Agences de notation, rating, réglementation, crise financière.

Classification JEL: G01, G14, G24.

1. INTRODUCCIÓN

En la crisis financiera mundial de principios del siglo XXI las agencias de *rating* están asumiendo un gran protagonismo, despertando el interés de las autoridades reguladoras y de los gobiernos, dada la influencia que tienen en los mercados financieros sus decisiones de modificaciones de los *ratings* o, incluso, sus simples opiniones sobre la situación económico-financiera de un país o de una empresa.

La evaluación de la situación económico-financiera de un país realizada por una agencia de *rating* puede provocar una fuerte reacción en el mercado bursátil. Toda una serie de consecuencias se derivan de tal actuación, pues a los países o empresas que vean disminuido su *rating* les resultará más difícil obtener financiación y ésta será más costosa, su credibilidad ante los inversores se verá mermada, los fondos de inversión y de pensiones tendrán que desprenderse de los activos cuyo *rating* ya no cumpla con los requisitos de inversión establecidos, y se verán afectados los activos calificados que se presentan como garantía para obtener liquidez del Banco Central Europeo, entre otros aspectos.

Las agencias de *rating* pueden acertar o no con las decisiones que toman, pero las consecuencias de sus actos pueden, en algunos casos, ser difícilmente reversibles. En una entrevista a Michel Camdessus, ex director general del Fondo Monetario Internacional (FMI), hacía unas interesantes reflexiones acerca de la crisis financiera y las agencias: “[...] *A la hora de analizar todo lo acontecido desde 2007, maldice a las agencias de calificación de riesgos crediticios [...] (y señala) que una de las causas principales del desastre ha sido una crisis ética en todos los niveles de las economías avanzadas. [...] La codicia ha laminado al mundo*” (Etapé, 2010, 9).

El objetivo del presente trabajo es poner de manifiesto la significativa influencia de las agencias de *rating* en los mercados de valores, a través de una revisión de trabajos empíricos efectuados en diferentes países, y los recientes esfuerzos de las autoridades por establecer normas que las regulen, dada su relevancia y el cuestionado papel que han desempeñado desde el comienzo de la actual crisis.

La importancia del presente trabajo radica en que permite comprobar a través de la revisión de la literatura que las agencias de *rating* tienen un

poder real sobre los mercados financieros. Por tanto, es preciso asegurar que sus *ratings* sean elaborados de modo responsable y fiable, para que así cumplan la función que teóricamente deben desempeñar, que es informar al mercado acerca de la solvencia real de una emisión o de un emisor.

El artículo se divide en los siguientes apartados. Tras la introducción, en la sección dos se

presenta una recopilación de estudios empíricos que corroboran la influencia de los *ratings* en los mercados financieros de diferentes países. En la sección tres se analizan las principales críticas formuladas al actual modelo de funcionamiento de las agencias de *rating*. En la sección cuatro se comentan algunas de las más recientes propuestas de regulación de estas agencias. Para terminar, en la última sección se presentan las conclusiones del trabajo.

2. CONTENIDO INFORMATIVO DEL RATING EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La influencia de las agencias de calificación crediticia en los mercados financieros puede ser analizada empíricamente, pues el contenido informativo del *rating* se puede detectar mediante el análisis de la reacción de los precios del mercado ante anuncios relativos al mismo. Así, por ejemplo, si después de publicar un cambio de *rating* el mercado reacciona, ello puede significar que se estaría transmitiendo información que no era conocida, con lo cual se reducirían los problemas de asimetrías informativas y de selección adversa.

El análisis que se presenta a continuación se centra, exclusivamente, en los estudios que toman como muestra bonos, acciones preferentes y préstamos bancarios de empresas financieras y no financieras, excluyéndose los bonos emitidos por las Administraciones Públicas¹.

El contenido informativo del *rating* de emisiones y emisores privados puede analizarse, fundamentalmente, en cinco situaciones diferentes, las dos primeras relativas a cambios en el *rating* (o *re-rating*) de bonos tanto sobre el mercado de bonos como sobre el mercado de acciones ordinarias; la tercera, referida a la inclusión de

un *rating* en la Lista de Vigilancia; la cuarta, al *re-rating* de acciones preferentes; y la quinta, al cambio de *rating* de préstamos.

2.1 EFECTO ANUNCIO DE CAMBIOS EN EL RATING DE BONOS SOBRE EL MERCADO DE BONOS

El efecto que el cambio de *rating* (o *re-rating*) de bonos puede tener sobre el mercado de bonos ha sido estudiado con bastante amplitud por distintos autores, si bien los trabajos se han centrado más en el análisis de las variaciones de los *ratings* de bonos que en los cambios de los *ratings* de la deuda a corto plazo (*commercial paper* o CP); igualmente, se ha puesto más énfasis en el estudio de bonos de empresas no financieras (industriales y de servicios públicos) que en los de empresas financieras. Las conclusiones de los estudios más destacados se presentan a continuación, comentándose en primer lugar los trabajos que han encontrado evidencia de que el mercado reacciona antes o después del anuncio de cambios en el *rating*, para luego hacer referencia a aquellos que no han observado ninguna respuesta.

¹ Se realiza esta exclusión debido a la naturaleza diferenciada de su emisor. Existen numerosos estudios empíricos sobre cambios en el *rating* de bonos municipales referidos en particular al mercado estadounidense.

Katz (1974:558), trabajando con una muestra de bonos de compañías eléctricas, obtuvo que no existe en el mercado una anticipación al anuncio de cambio de *rating*, pero sí existe un pequeño retraso en el ajuste de los precios (entre seis y diez semanas) después del anuncio de cambio de *rating*. Estos resultados le llevan a afirmar que el mercado de bonos es ineficientemente lento para asimilar nueva información relevante y además, los inversores parecen confiar principalmente en el pronunciamiento de las agencias como determinantes del valor del bono.

Hettenhouse y Sartoris (1976:76) utilizan como muestra bonos de empresas de servicios públicos, llegando a la conclusión de que los cambios de *rating* parecen tener un valor informativo, aunque muy pequeño. Cuando se produce una disminución del *rating* el ajuste en los precios se produce antes del anuncio de la agencia, pero no hay reacción cuando hay una subida del mismo. Afirman que, aunque la información que proporciona el cambio de *rating* es redundante para el mercado, considerado en forma global, puede ser útil para algunos segmentos del mismo como una base para la evaluación del riesgo relativo.

Grier y Katz (1976:238-239) distinguen entre bonos industriales y bonos de servicios públicos, encontrando una anticipación en el mercado de bonos industriales ante una reclasificación en el *rating*, mientras que esto no ocurre en el de bonos de servicios públicos. Además, los resultados indican que la nueva información proporcionada por el cambio de *rating* no es instantáneamente absorbida aunque sí de forma gradual, siendo más lenta ésta en los bonos industriales que en los de servicios públicos (consideran como posible explicación el hecho de que cada tipo de bono tiene su propio mercado). Por lo que los bonos industriales son generalmente más volátiles que los de servicios públicos.

En la misma línea de Grier y Katz (1976), Schneeweis y Branch (1981:40) analizan la influencia de las bajadas de *rating* de bonos industriales y de servicios públicos en sus

respectivos mercados, llegando a la conclusión de que la reacción ante tales cambios es de una magnitud muy modesta y que ambos mercados tienen un similar comportamiento, aunque se observa una reacción más lenta en el mercado de bonos industriales.

Resultados algo diferentes son obtenidos por Wansley *et al.* (1992:747-748), pues su estudio indica que el mercado de bonos no es menos eficiente que el de acciones ya que, en general, se produce un ajuste completo en el precio de los bonos en la semana de anuncio del cambio de *rating*. La reducción en la categoría del *rating* (por ejemplo, cuando se pasa de AA a A) afecta el precio de los bonos, no observándose reacción cuando hay un cambio dentro de la misma categoría o tiene lugar un incremento de *rating*.

En su estudio, Hite y Warga (1997:36) encontraron un significativo efecto anuncio cuando el *rating* de una empresa es disminuido tanto en el mes en que se realiza el anuncio como en el período anterior al mismo, siendo muy acentuado ese efecto cuando la disminución del *rating* supone pasar del grado de inversión al grado especulativo. Ante las subidas, el efecto es mucho más débil, excepto cuando la subida supone pasar del grado especulativo al de inversión, caso en el que se observa una importante reacción.

Todos estos estudios se refieren al mercado estadounidense, pero también hay evidencia empírica en otros mercados, lo que permite realizar una comparación con los resultados de trabajos similares realizados en Estados Unidos.

El trabajo de Steiner y Heinke (2001:154) analiza la reacción del mercado de eurobonos alemanes ante cambios en el *rating*, observando que el mercado reacciona a las bajadas de *rating* pero no ante las subidas. En el caso de las bajadas, la reacción es más fuerte cuando el cambio de *rating* supone abandonar el grado de inversión. Además, no se observa la misma reacción en todos los tipos de bonos, siendo la

mayor reacción en los bonos de empresas no financieras, la menor en los bonos de bancos, mientras que los bonos gubernamentales ocupan un lugar intermedio.

Abad *et al.* (2008:26) proporcionan evidencia sobre el mercado español de bonos, concluyendo que tanto los anuncios de bajadas de *rating* como los de subida proporcionan información relevante para los inversores.

También hay que tener en cuenta otros estudios que analizan en forma conjunta el impacto del cambio de *rating* sobre el mercado de bonos y el de acciones, como los de Zaima y McCarthy (1988), Hand *et al.* (1992), Gropp y Richards (2001) y Creighton *et al.* (2007). Entre las conclusiones del trabajo de Zaima y McCarthy (1988:496) destaca que el mercado percibe las bajadas de *rating* como información significativa, disminuyendo los rendimientos de acciones y bonos (más en el caso de las acciones que de los bonos), pero este anuncio de cambio de *rating* no es significativo en el caso de subidas. El mercado parece reaccionar a una redistribución de la riqueza entre accionistas y obligacionistas para las subidas (los resultados sugieren que el contenido informativo tan débil del anuncio de una subida de *rating* puede deberse a que se confunde este efecto con el efecto de redistribución de la riqueza) y no hay efecto de redistribución de la riqueza para las bajadas (quizá porque el efecto informativo negativo anula el efecto de redistribución). Hand *et al.* (1992:752) llegan a la conclusión de que el precio de las acciones y de los bonos se ve afectado por los anuncios de cambios en el *rating* que actualmente poseen (ya sean bajadas o subidas), a pesar de ciertas inconsistencias encontradas en los resultados obtenidos.

Mientras los trabajos anteriores se refieren al mercado estadounidense, Gropp y Richards (2001:4) estudian la reacción al cambio de *rating* de bonos de bancos europeos. Sus resultados muestran que la respuesta del mercado de bonos es más débil que la del mercado de acciones. Con relación a Australia, Creighton *et*

“*El mercado parece reaccionar a una redistribución de la riqueza entre accionistas y obligacionistas para las subidas (los resultados sugieren que el contenido informativo tan débil del anuncio de una subida de rating puede deberse a que se confunde este efecto con el efecto de redistribución de la riqueza) y no hay efecto de redistribución de la riqueza para las bajadas (quizá porque el efecto informativo negativo anula el efecto de redistribución).*”

“Las subidas de rating no producen prácticamente reacción en el mercado, excepto cuando tal subida supone pasar del grado especulativo al de inversión. En general, los estudios más recientes han encontrado que el mercado de bonos ha aumentado su nivel de eficiencia, llegándose a afirmar que este mercado no es menos eficiente que el mercado de acciones.”

al. (2007:1) encuentran que los precios de las acciones y de los bonos se mueven en forma negativa ante las bajadas y positiva ante las subidas, pero en general la reacción es débil, aunque las bajadas tienen más impacto que las subidas. También observan una mayor reacción del mercado para las firmas pequeñas cuando el *rating* pasa del grado de inversión al especulativo y para los casos en que la agencia no había advertido que el *rating* estaba bajo revisión. En general, la reacción en el mercado de bonos es mayor que en el de acciones.

Como se indicó antes, los estudios que se centran en los cambios en el *rating* de los CP son muy escasos. A este respecto, cabe citar a Crabbe y Post (1994:55), quienes estudian una muestra de CP de bancos, llegando a la conclusión de que los cambios en los *ratings* de estos instrumentos son casi siempre acompañados por cambios en los *ratings* de bonos, pero lo inverso no es cierto; y que el precio de los CP no sufre cambios significativos después de que el *rating* de los bonos es bajado, siempre que esa bajada no vaya acompañada de reducciones en el *rating* de los CP.

Resultados contrarios a los recogidos en los estudios previamente comentados fueron obtenidos por Weinstein (1977:345), quien examina el comportamiento del precio de los bonos industriales y de servicios públicos ante el anuncio de cambio de *rating*, llegando a la conclusión de que no hay evidencia de que el precio de los bonos reaccione ni antes ni después del anuncio, excepto una pequeña reacción entre los 7 y 18 meses antes del anuncio. En términos similares se pronuncia Wakeman (1987:17-18), quien considera que el anuncio de cambio de *rating* no proporciona nueva información al mercado de capitales y que el mercado de bonos no reacciona al cambio de *rating*. En esta línea se pronuncian también Peavy y Scott (1986:268), que analizan en su estudio el caso de la empresa AT&T cuando se produjo la separación de veintiuna de sus compañías telefónicas locales, lo que provocó que volvieran a ser calificadas sus deudas por Moody's y

S&P. Los resultados obtenidos fueron que estas compañías vieron bajar su *rating* debido a que ya no tenían la “protección” de AT&T, y no se observó reacción significativa en el mercado de bonos después del anuncio de cambio de *rating*, habiendo reaccionado el mercado a este cambio antes de que se produjera el anuncio.

Los estudios comentados ponen de manifiesto que existe una cierta controversia sobre la influencia que puede tener un *re-rating* sobre el mercado de bonos, pues algunos autores han encontrado una reacción nula o muy escasa, ya que según los resultados de sus estudios el mercado ha anticipado por completo la información contenida en el *re-rating*; mientras que otros han encontrado una reacción significativa, fundamentalmente en el caso de bajadas del *rating*, bien por cambios de categoría o por pasar del grado de inversión al especulativo. Las subidas de *rating* no producen prácticamente reacción en el mercado, excepto cuando tal subida supone pasar del grado especulativo al de inversión. En general, los estudios más recientes han encontrado que el mercado de bonos ha aumentado su nivel de eficiencia, llegándose a afirmar que este mercado no es menos eficiente que el mercado de acciones.

2.2 EFECTO DEL ANUNCIO DEL CAMBIO DE RATING DE BONOS SOBRE EL MERCADO DE ACCIONES ORDINARIAS

El efecto de un cambio de *rating* de bonos sobre el precio de las acciones ordinarias ha sido analizado por numerosos autores y en diferentes mercados. Estos estudios suelen centrarse en el análisis de bonos y no de CP. Una síntesis de los principales trabajos se presenta a continuación.

Pinches y Singleton (1978:41-42) analizan en su estudio el efecto en el cambio de *rating* de bonos de compañías de transportes, de servicios públicos e industriales sobre el precio de las acciones, llegando a la conclusión de que los cambios que suponen tanto incrementos como disminuciones de *rating* son completamente anticipados por el mercado (con 15-18 meses,

excepto para los decrementos asociados con un suceso específico de la compañía, caso en el que el período de anticipación no es superior a 6 meses). Es decir, las agencias de *rating* reaccionan después que los inversores ante cambios significativos en las empresas; por tanto, este estudio proporciona apoyo a la proposición de que la información contenida en el cambio de *rating* es muy pequeña. Por el contrario, el estudio de Griffin y Sanvicente (1982:118), en el que se analiza el efecto de un cambio de *rating* de bonos industriales sobre el precio de las acciones antes y después del anuncio, llega a una conclusión diferente: las bajadas del *rating* de un bono transmiten nueva y necesaria información para poder evaluar el rendimiento de las acciones. Respecto a las subidas, el precio de las acciones no sufre cambios significativos en el mes después del anuncio, pero sí cambia en los once meses previos al anuncio.

En la línea del trabajo anterior se encuentran otros estudios. Así, Holthausen y Leftwich (1986:57) llegan a la conclusión de que las bajadas de categoría de *rating* afectan el precio de las acciones en el mercado y que también le influyen las subidas, pero en forma muy débil, con lo cual se observa que las agencias de *rating* proporcionan información al mercado a través de las bajadas. Con relación a las subidas, el trabajo de Zaima y McCarthy (1988:496) es más contundente, pues destaca que el mercado de acciones reacciona a las bajadas de *rating* pero no a las subidas. Los resultados de Cornell *et al.* (1989:468, 478-479) muestran que el precio de las acciones reacciona a las bajadas de *rating* mucho más que a las subidas, y que esta reacción en los precios de las acciones es atribuible a la variable “activos netos intangibles” de la empresa, pues las agencias de *rating* tienen una mayor ventaja a la hora de valorar estos activos. De modo similar se pronuncian Hand *et al.* (1992:752) respecto a las subidas y bajadas, llegando a la conclusión de que el mercado de acciones se ve afectado por ambas.

Hsueh y Liu (1992:238) analizan el efecto del cambio de *rating* de los bonos industriales sobre

el precio de las acciones ordinarias, mostrando sus resultados que dicho efecto varía de una empresa a otra y a lo largo del tiempo, dependiendo de la cantidad de información disponible en el momento del anuncio. Tanto en las subidas como en las bajadas de *rating* encontraron que el precio de las acciones reacciona a estos cambios para firmas de las que existe menos información disponible en el mercado, por lo que el anuncio transmite más información cuando el mercado es más inseguro y existe menos información disponible para los inversores.

Se ha observado que el mercado reacciona ante las bajadas de *rating* mucho más que ante las subidas, de ahí que algunos autores se hayan centrado en estudiar la reacción a las bajadas de *rating*, como Goh y Ederington (1993:2005, 2007), quienes consideran que se pueden distinguir dos tipos de bajadas de *rating* y que el mercado no reacciona de modo igual ante ellas. El primer tipo sucede cuando la bajada del *rating* se debe a un deterioro en las perspectivas financieras de la firma, provocando una reacción negativa en el mercado de acciones, pues se está transmitiendo información negativa nueva. El segundo tipo acaece cuando la bajada se debe a un incremento en el endeudamiento, en cuyo caso no encuentran reacción en el mercado. Esto se debe a que el primer tipo de bajadas tiene implicaciones negativas para los accionistas mientras que el segundo tiene consecuencias positivas para ellos. No encontraron reacción del mercado en el caso de subidas. Posteriormente, Ederington y Goh (1998:583) encuentran reacción del mercado a las bajadas de *rating* pero no a las subidas como en su trabajo anterior. Además, sus resultados muestran que los ingresos actuales y sus previsiones futuras caen tras las bajadas de *rating* y que una subida de *rating* no trae consigo un incremento de los mismos. En otro trabajo, Goh y Ederington (1999:102), además de seguir mostrando que existe reacción a las bajadas, comprueban que éstas son más fuertes cuando el cambio de *rating* supone pasar del grado de inversión al especulativo, y también cuando la empresa tenía rendimientos anormales previos al anuncio de cambio de *rating*. Todo

ello apoya la tesis de que las bajadas de *rating* proporcionan nueva información al mercado.

La relación entre la estructura de propiedad y los cambios en los *rating* es estudiada por Kumar y Tsetsekos (1993:357), quienes concluyen que ante las bajadas de *rating* la reacción del mercado estadounidense de acciones es más fuerte para las empresas controladas por sus propietarios que en las controladas por los directivos, lo que explican por el posible atrincheramiento de los directivos y no por diferencias en la gestión de la firma. En cambio, Parisi y Pérez (2000:249), que estudian la reacción del mercado de acciones chileno a los cambios de *rating*, encuentran que no se produce reacción del mercado ni a las subidas ni a las bajadas. Según los autores, ello se debe a que este mercado se caracteriza por una alta concentración de la propiedad y una gran preponderancia de inversores institucionales, los cuales anticipadamente contarían con la información que se pretende transmitir con el cambio de *rating*. Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006:240) consideran que las empresas que tengan el gobierno ideal desde el punto de vista del obligacionista (alta transparencia financiera, pocos derechos para los accionistas, consejo independiente, experto y propietario de acciones, etc.) tendrán una alta probabilidad de obtener un *rating* dentro del grado de inversión.

Por otro lado, Kim y Nabar (2003:102-103) encuentran que cuanto menor es la participación de inversores institucionales en la propiedad de la empresa, mayor reacción sufre el mercado estadounidense ante bajadas en el *rating*; lo mismo que ocurre con empresas muy endeudadas, pues a más deuda, más reacción del mercado. Purda (2005:167) obtiene que las empresas canadienses con pocos inversores institucionales en su capital obtienen grandes beneficios cuando pasan de ser calificadas por una agencia local a serlo por una agencia grande como S&P, ya que permite hacerlas más visibles a los inversores internacionales. He *et al.* (2010:1) consideran que después de una bajada de *rating* disminuye la proporción de inversores institucionales en la empresa y que tras una subida de *rating* aumenta.

Jorion y Zhang (2007:45) comprueban que el *rating* que posea un emisor o emisión afecta la reacción del mercado cuando se produzca el próximo cambio de *rating*; las empresas que tengan bajos *ratings* tendrán un efecto más fuerte en el mercado que las que tienen altos *ratings*, ante bajadas y subidas, cuando se produzca un nuevo cambio.

La persistencia en el tiempo de los rendimientos negativos después de las bajadas de *rating* fue estudiada por Dichev y Piotroski (2001:202), quienes encuentran que después de una bajada del *rating* los rendimientos anormales negativos persisten por un período de tres años siguientes al anuncio (disminuyendo a medida que pasa el tiempo) siendo más pronunciados si la bajada de *rating* corresponde a pequeñas empresas con baja calidad de crédito, no existiendo reacción ante las subidas. Además, estas bajadas predicen un deterioro en los beneficios futuros de la empresa. Kim y Nabar (2003:103) y He *et al.* (2010:13) coinciden también con esta última afirmación. Kim y Nabar (2007:3843) especifican aún más, pues encuentran que la probabilidad de quiebra de la empresa aumenta después de la bajada de *rating*, aunque antes del cambio de *rating* también se observa que dicha probabilidad había aumentado.

El trabajo de Larrimore (2001:118) aporta evidencia de la influencia de modificaciones de *rating* sobre los dividendos de la firma. Sostiene que el anuncio de bajada de *rating* anula los efectos del anuncio de reducción u omisión de dividendos, pues encuentra que las empresas que hacen ese comunicado después de que le hayan bajado el *rating* obtienen del mercado una respuesta menos negativa que aquéllas cuyo anuncio de dividendos no está precedido por el anuncio de *rating*. Lo explica diciendo que la información que iba a proporcionar al mercado el anuncio de dividendos ya ha sido en parte adelantada a través del anuncio de *rating*.

Anderson *et al.* (2007:2) no encuentran reacción del mercado a las subidas de *rating* pero sí una respuesta negativa a las bajadas. En cuanto a las

“*Gob y Ederington (1999:102), además de seguir mostrando que existe reacción a las bajadas, comprueban que éstas son más fuertes cuando el cambio de rating supone pasar del grado de inversión al especulativo, y también cuando la empresa tenía rendimientos anormales previos al anuncio de cambio de rating. Todo ello apoya la tesis de que las bajadas de rating proporcionan nueva información al mercado.*”

“*Los estudios realizados en mercados diferentes al estadounidense sobre la reacción de los precios de las acciones ante cambios en el rating de los bonos han conseguido resultados similares a los obtenidos en aquel mercado.*”

bajadas, observan que los ingresos disminuyen tanto en los dos años previos al anuncio como en el año del anuncio y que, sorprendentemente, aumentan en el año posterior a la revisión del *rating*; y respecto a los dividendos, estos disminuyen después del anuncio de bajada. En cambio, ante las subidas se observa un incremento de los ingresos tanto en el año previo como en el año del anuncio, pero no hay señales de que los ingresos se incrementen en el futuro; y respecto a los dividendos, no existe efecto.

Algunos autores se han preguntado si los cambios de *rating* de una firma pueden afectar los precios de mercado de las acciones de las empresas de su sector. Akhigbe *et al.* (1997:545) obtienen que la bajada de *rating* no sólo proporciona información sobre el emisor del bono sino que también da información sobre la situación de la industria y, por tanto, las empresas del sector también se ven afectadas por esa bajada de *rating*. Además, descubren que la reacción negativa en la industria es más pronunciada cuando la firma a la que se le baja el *rating* sufre una fuerte reacción del mercado a esa bajada, está estrechamente vinculada con sus rivales del sector, es la empresa líder del sector y, además, la bajada responde a un deterioro de sus perspectivas financieras. Caton y Goh (2003:49) matizan estos resultados en su trabajo, al obtener que sólo las empresas rivales cuya calificación ya esté fuera del grado de inversión se verán afectadas. Por tanto, según estos autores, las bajadas de *rating* no afectan de igual manera a todas las empresas de la industria. Rajagopal y Kohers (2004:107) refuerzan los resultados de los estudios anteriores, ya que su trabajo muestra que la bajada de *rating* de un bono afecta negativamente al precio de las acciones del emisor del mismo, pero también tiene un “efecto contagio” en el precio de las acciones de las empresas competidoras.

No es frecuente que los investigadores se centren en estudiar el efecto de cambios en los *ratings* de CP sobre el precio de las acciones, pues lo habitual es analizar la influencia de los cambios en el *rating* de los bonos. Evidencia a este respecto

es aportada por Nayar y Rozeff (1994:1448), quienes analizan el efecto de cambios en los *ratings* de CP sobre el precio de las acciones, llegando a la conclusión de que tienen un impacto similar al producido por cambios en los *ratings* de la deuda a largo plazo, esto es, que las bajadas del *rating* producen un efecto negativo en los precios mientras que las subidas no influyen en el precio de las acciones; y que el *rating* inicialmente otorgado al CP de un emisor que no estaba calificado afecta en forma positiva el precio de las acciones si el *rating* concedido es alto, pero si es bajo no le afecta. El estudio de Chandra y Nayar (1998: 417, 434) también encuentra que los anuncios de bajada de *rating* de los CP producen una reacción negativa en el mercado y, además, que tras ese anuncio se reducen las previsiones de los analistas acerca de los futuros ingresos de la empresa.

Los estudios realizados en mercados diferentes al estadounidense sobre la reacción de los precios de las acciones ante cambios en el *rating* de los bonos han conseguido resultados similares a los obtenidos en aquel mercado. A continuación se comentan algunos de los más relevantes.

En su estudio sobre el mercado del Reino Unido, Barron *et al.* (1997:500, 508) observan que las agencias de *rating* proporcionan información al mercado a través de las disminuciones de *rating*. El mercado reacciona ante las bajadas del *rating* a largo plazo de los bonos pero no ante las subidas, no observándose reacción ante bajadas o subidas del *rating* a corto plazo. Tampoco existe reacción del mercado ante la concesión del primer *rating* a largo plazo y a corto plazo². Taib *et al.* (2009:1) también encuentran que este mercado reacciona ante las bajadas de *rating* a largo plazo pero no ante las subidas.

Sobre el mercado español de acciones se han realizado también estudios con la finalidad de

determinar cómo el *rating* afecta el precio de las acciones. González y González (1998:313-314) llegan a la conclusión de que el mercado reacciona en forma negativa a las bajadas de *rating* y en forma positiva, aunque con menos intensidad, a las subidas de *rating*, no existiendo reacción ante las confirmaciones de *rating*; considerando que los anuncios de cambios de *ratings* son una importante fuente de información para el mercado. Esta conclusión es compartida por Verona (1998: 245, 249), quien además analiza el impacto de la concesión de un primer *rating*, mostrando sus resultados que no hay reacción del mercado español ante la concesión del primer *rating* a largo plazo ni a corto plazo. En cambio, Abad y Robles (2007:79) detectan reacción negativa del mercado español tanto ante las bajadas como ante las subidas de *rating*. Sin embargo, en el estudio de Verona y Déniz (2008:15) se vuelve a encontrar que los incrementos en la calificación crediticia provocan una reacción positiva en el mercado que se torna negativa cuando se trata de disminuciones de *rating*.

Li *et al.* (2004:2870) encuentran reacción del mercado de acciones sueco tanto a las subidas (reacción positiva) como a las bajadas de *rating* (reacción negativa), aunque se observa que el mercado responde en forma lenta. En el mercado italiano, los resultados difieren ligeramente, pues se obtiene que sólo presenta reacción ante las bajadas de *rating* (Linciano, 2004, 1). En Francia, Dallochio *et al.* (2006:293) constatan que el mercado no reacciona a las subidas pero sí a las bajadas aunque demuestran que sólo algunos emisores reaccionan cuando se les baja el *rating*.

Por su parte, Gropp y Richards (2001:4) estudian la reacción del cambio de *rating* de bonos de bancos europeos, mostrando sus resultados que la reacción del mercado ante las bajadas no es

² No existen muchos estudios sobre el impacto de la concesión de un primer *rating*, si bien es preciso citar el trabajo de Crabtree *et al.* (2006:97) que encontró una relación positiva entre el número de años que la empresa ha trabajado con el mismo auditor y el *rating* inicial que reciben sus bonos, dentro del grado de inversión o no, demostrando que una larga relación entre auditor y empresa no es perjudicial.

generalizada para todos, sino que depende del motivo de la misma.

Respecto al mercado de acciones australiano, Matolcsy y Lianto (1995:901) llegan a la conclusión de que las bajadas del *rating* de un bono tienen contenido informativo adicional mientras que las subidas no lo tienen, por tanto las agencias de *rating* sólo añaden información a la ya existente a través de las bajadas de *rating*. Por su parte, Choy *et al.* (2006:755) encuentran que este mercado sólo reacciona a las bajadas de *rating*, por lo que sólo estas transmiten nueva información. Además, las bajadas son más fuertes cuando no han sido anticipadas, así como en el caso de empresas no reguladas y cuando el cambio de *rating* supone la reducción de más de una categoría. Creighton *et al.* (2007:1) encuentran que los precios de las acciones reaccionan de manera negativa ante las bajadas y positiva ante las subidas, pero la reacción del mercado australiano es débil. También encuentran una mayor reacción del mercado para las firmas pequeñas, así como en el caso de que el *rating* pase del grado de inversión al especulativo y en aquellos supuestos en que la agencia no había advertido que el *rating* estaba bajo revisión.

Elayan *et al.* (2003:353) estudian la reacción del mercado de acciones de Nueva Zelanda, encontrando reacción negativa a las bajadas y positiva a las subidas; por tanto, el *rating* tiene contenido informativo. Además, estudian la reacción del mercado ante la asignación por primera vez de un *rating*, observando que la respuesta es positiva.

En Asia se han realizado diversos estudios sobre la materia. Así, Doma y Omar (2006:63) haciendo referencia al mercado de acciones de Malasia, demuestran que mientras el mercado reacciona en forma negativa a las bajadas de *rating*, las subidas no producen reacción alguna. El estudio de Li *et al.* (2006:1020) sobre el mercado de acciones japonés encuentra reacción a las bajadas pero no a las subidas y la respuesta es también más fuerte entre las empresas situadas

en el grado especulativo que las del grado de inversión. Poon y Chan (2008:797) analizan la reacción del mercado de acciones chino ante la concesión de un primer *rating* y ante las bajadas de *rating*. Si el primer *rating* está dentro del grado especulativo, el mercado reacciona de manera negativa, no habiendo respuesta cuando el primer *rating* se sitúa en el grado de inversión; respecto a las bajadas se observa una reacción negativa. Estos autores afirman que el *rating* tiene contenido informativo en este mercado.

Por su parte, Caballero *et al.* (2006:7) analizan la reacción del mercado de acciones peruano y obtienen que el mercado reacciona en forma negativa a las bajadas de *rating* pero no se observa reacción ante las subidas.

A la luz de los distintos estudios expuestos se puede sostener que, en general, el cambio de *rating* de bonos afecta el precio de las acciones ordinarias en el mercado, sobre todo cuando se produce una disminución en el *rating*, al reaccionar los precios en forma negativa. La respuesta de los precios ante las subidas es positiva, siendo en algunas ocasiones muy débil, si bien en gran parte de los casos no se produce reacción. En cuanto a la concesión de un primer *rating*, los estudios son escasos y no concluyentes. Aunque la mayor parte de la evidencia empírica procede del mercado estadounidense, en otros mercados como el australiano, el español, etc., se han obtenido las mismas conclusiones que en dicho mercado.

La conclusión a la que llegan los distintos autores es que el *rating* tiene contenido informativo, añade información a la ya existente en el mercado, pues cuanto menor sea la información disponible en el mercado sobre las empresas, mayor será la reacción del mismo ante cambios en el *rating* de tales empresas.

2.3 EFECTO ANUNCIO DE LA INCLUSIÓN DE UN RATING EN LA LISTA DE VIGILANCIA

Los *ratings* son puestos en la Lista de Vigilancia cuando se produce o se espera que ocurra un

acontecimiento que pueda afectar el *rating* ya otorgado. Pero la inclusión en esta Lista no supone un cambio seguro en el *rating* ni se incluyen todas las emisiones en revisión, por tanto los cambios en los *ratings* pueden producirse sin que las emisiones aparezcan en esta Lista. Cuando la agencia termina de analizar la empresa bajo revisión y toma la decisión de confirmar, subir o bajar el *rating*, ésta abandona la Lista.

Bannier y Hirsch (2010:4) afirman que la introducción por parte de las agencias de *rating* de estas Listas ha provocado que el papel de las agencias como puros certificadores de información esté evolucionando hacia una función de controladores activos de las empresas que tienen calificadas, mejorando su rol en el mercado financiero.

Existen diversos estudios, fundamentalmente sobre el mercado estadounidense y la Lista de S&P (o CreditWatch) que, aprovechando la inclusión de una emisión en esta Lista, intentan determinar el contenido informativo del *rating* y la influencia del mismo sobre el precio, tanto en el mercado de bonos como en el de acciones ordinarias y preferentes. A continuación se comentan varios de los estudios más importantes.

Wansley y Clauretje (1985:41) analizan el mercado de acciones ordinarias y el mercado de bonos estadounidense, obteniendo que los precios de ambos reaccionan significativamente cuando una empresa es puesta en el CreditWatch para una posible bajada del *rating* de sus bonos y de manera muy débil (prácticamente inexistente) ante los anuncios de posibles subidas del *rating*, no existiendo reacción cuando el *rating* es posteriormente confirmado o subido. Además, el mercado de bonos parece ser menos eficiente que el mercado de acciones a la hora de responder a la inclusión de una empresa por razones negativas en la Lista de Vigilancia. En cambio, Hand *et al.* (1992:752) llegan a la conclusión de que el precio de las acciones y de los bonos en el mercado estadounidense se ve afectado por los anuncios de inclusión en la Lista de Vigilancia (ya sea por motivos positivos o

“ Los *ratings* son puestos en la Lista de Vigilancia cuando se produce o se espera que ocurra un acontecimiento que pueda afectar el *rating* ya otorgado. Pero la inclusión en esta Lista no supone un cambio seguro en el *rating* ni se incluyen todas las emisiones en revisión, por tanto los cambios en los *ratings* pueden producirse sin que las emisiones aparezcan en esta Lista. Cuando la agencia termina de analizar la empresa bajo revisión y toma la decisión de confirmar, subir o bajar el *rating*, ésta abandona la Lista.”

“... los estudios llegan a la conclusión de que la inclusión de una empresa en la Lista de Vigilancia proporciona nueva información al mercado, sobre todo en el caso de inclusiones con perspectiva negativa (reaccionando el mercado en forma negativa), pues la reacción ante inclusiones con perspectivas positivas es más débil.”

negativos). Resultados contrarios a los anteriores se recogen en el estudio de Wansley *et al.* (1992:747), quienes no encontraron indicios de que se produjera en el mercado de bonos estadounidense un efecto anuncio alrededor de la fecha de inclusión de un bono en el CreditWatch, lo que indica que la inclusión en dicha Lista no aporta nueva información.

El trabajo de Steiner y Heinke (2001:154) analiza la reacción del mercado de eurobonos alemanes ante cambios en el *rating*, observando que el mercado reacciona a las inclusiones en las Listas cuando la perspectiva es negativa pero no hay reacción cuando la perspectiva es positiva.

Holthausen y Leftwich (1986:57, 79) observaron que poner el *rating* de una firma en el CreditWatch tiene un efecto significativo sobre el precio de las acciones ordinarias, tanto si se trata de una potencial subida del *rating* de bonos o de una potencial bajada, si bien las resoluciones de esta Lista proporcionan menos información que los cambios en el *rating* no precedidos por anuncios en ella. En cambio, Elayan *et al.* (1990:24) muestran que el mercado sólo reacciona a las inclusiones del *rating* de un bono en el CreditWatch con perspectiva negativa que posteriormente sean encontradas como falsas, es decir, que el *rating* no sea bajado sino que sea confirmado. Bannier y Hirsch (2010:21) comparan la reacción del mercado a bajadas de *rating* precedidas y no precedidas por la inclusión en estas Listas, observando que la reacción es más negativa para las bajadas no precedidas.

Estos estudios se refieren al mercado estadounidense pero también hay evidencia en otros mercados de acciones. Así, en el caso del Reino Unido, el estudio de Barron *et al.* (1997:506) no encontró reacción en el mercado de acciones cuando el *rating* de una entidad se incluye en la Lista de Vigilancia con implicaciones negativas.

Con respecto al mercado español, en el trabajo de Verona (1998:192, 216) se concluye que dicho mercado reacciona ante la inclusión de un *rating* en la Lista de Vigilancia de las tres

principales agencias de *rating* (S&P, Moody's e IBCA) de manera negativa cuando la perspectiva es negativa y de manera positiva cuando la perspectiva es positiva. Posteriormente, cuando la agencia toma una decisión sobre el *rating* de la entidad que estaba bajo vigilancia, la reacción del mercado español es también estadísticamente significativa en el caso de disminuciones de *rating*, pero no se observa reacción en el caso de subidas o confirmaciones de *rating*. Además, en dicho estudio se comprueba que la reacción del mercado es mayor ante los anuncios no precedidos por la inclusión previa del *rating* en estas Listas de Vigilancia que ante los anuncios precedidos por su inclusión en dichas listas. En el trabajo de Verona y Déniz (2008:193) se obtienen resultados similares, pues la reacción del mercado español de acciones ante los anuncios de inclusión de un *rating* en las Listas de Vigilancia de las tres principales agencias de *rating* permiten afirmar que el mercado reacciona en forma negativa (positiva) cuando el *rating* es puesto en dichas listas con perspectiva negativa (con perspectiva positiva); en cambio, el abandono de dichas Listas no produce reacción en el mercado. Resultados similares se han obtenido en el mercado de acciones de Nueva Zelanda por Elyan *et al.* (2003:353), quienes encuentran reacción negativa a las inclusiones del *rating* en las Listas de Vigilancia con perspectiva negativa y reacción positiva a las inclusiones con perspectivas positivas; por tanto, el *rating* tiene contenido informativo en este mercado. En cambio, Linciano (2004:1) al estudiar el mercado de acciones italiano sólo obtiene reacción ante las inclusiones con perspectiva negativa.

El estudio de Wansley *et al.* (1990:265, 271, 284) se centra en una muestra de acciones preferentes puestas en el CreditWatch. Sus resultados muestran que la Lista de Vigilancia proporciona información al mercado estadounidense y puede reducir la sorpresa asociada con el subsiguiente cambio de *rating*. Aunque también puede ser una señal algo errónea porque alrededor de 50% de las emisiones que componen su muestra y que fueron puestas en dicha Lista por razones negativas no ven disminuido su *rating* sino que éste es

confirmado, siendo la reacción del precio de las acciones preferentes significativa sólo cuando la empresa es puesta en dicha Lista por razones negativas y, posteriormente, su *rating* es bajado.

Elyan *et al.* (1996:165) estudian la inclusión de los CP en la Lista de S&P, los resultados indican que el mercado sólo reacciona significativamente y de manera negativa ante inclusiones en la Lista por motivos negativos, reaccionando únicamente también en forma negativa y significativa cuando abandonan la Lista con una bajada de *rating*. Por tanto, aunque ya estuvieran en la Lista con perspectivas negativas, el abandono de la misma con disminución del *rating* transmite información relevante al mercado.

En general, los estudios llegan a la conclusión de que la inclusión de una empresa en la Lista de Vigilancia proporciona nueva información al mercado, sobre todo en el caso de inclusiones con perspectiva negativa (reaccionando el mercado en forma negativa), pues la reacción ante inclusiones con perspectivas positivas es más débil. Estas Listas envían una señal al mercado acerca de noticias importantes sobre una empresa que puede ver modificada su calidad de crédito. No obstante, cuando se produce el abandono de la Lista, el mercado sólo reacciona fundamentalmente cuando se produce una bajada de *rating*. Por otro lado, la inclusión en estas Listas puede reducir el efecto sorpresa asociado a un cambio del *rating*, con lo cual, de producirse éste, se proporcionaría menos información que con los cambios de *rating* no precedidos por el anuncio previo que supone la inclusión en estas Listas.

2.4 EFECTO ANUNCIO DE CAMBIOS EN EL RATING DE ACCIONES PREFERENTES

El efecto que puede producir en el mercado el cambio en el *rating* de las acciones preferentes no está tan estudiado como ocurre con el cambio en el *rating* de bonos. Algunos de los trabajos más importantes se reseñan a continuación, estando todos referidos al mercado estadounidense.

Davidson y Glascock (1985:323-324) analizan la influencia que un cambio en el *rating* de las acciones preferentes de una firma puede tener en el precio de sus acciones ordinarias, observando que el mercado prevé el cambio de *rating* (ya sean subidas o bajadas) aproximadamente 40 días antes de que se produzca, pero que también hay reacción después del día del anuncio. Sin embargo, la reacción del mercado a las bajadas es diferente en función del sector, pues para las empresas de servicios públicos no existe reacción alguna, mientras que para las demás sí se observa reacción. Por su parte, Stickel (1986:208, 213-214) estudia el efecto del anuncio de cambio de *rating* de acciones preferentes sobre el precio de dichas acciones y el de las acciones ordinarias, llegando a la conclusión de que después de dicho anuncio se ve afectado el precio de las acciones preferentes (más ante bajadas que ante subidas), pero no el precio de las acciones ordinarias. Chandy *et al.* (1993:449) encuentran que el mercado de acciones ordinarias reacciona en forma negativa a las bajadas de *rating* de acciones preferentes, especialmente, en las empresas en las cuales las acciones preferentes tienen un peso importante en su estructura financiera, o bien, cuando son empresas de las que se tiene poca información. Pero no hay reacción ante las subidas.

Como antes se indicó, las inclusiones en el CreditWatch de una muestra de acciones preferentes es el objetivo del estudio de Wansley *et al.* (1990:265, 271, 284), mostrando sus resultados que la reacción del precio de las acciones preferentes sólo es significativa cuando la empresa es puesta en dicha Lista por razones negativas y, posteriormente, su *rating* es bajado.

Al ser tan escasa la evidencia empírica es difícil llegar a unas conclusiones, si bien podría apuntarse que la influencia de un cambio de *rating* de las acciones preferentes sobre el mercado de acciones ordinarias no es destacable. Sin embargo, los cambios en el *rating* de acciones preferentes sí afectan el precio de las mismas, sobre todo cuando se trata de una bajada del *rating*.

2.5 EFECTO ANUNCIO DE CAMBIOS EN EL RATING DE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Estos *ratings* fueron introducidos por Moody's y S&P en 1995. Con relación a ellos, Moody's afirma que van dirigidos a atender las necesidades de información y análisis de los inversores en préstamos sindicados tanto de los mercados primarios como secundarios, y que su servicio de análisis proporciona al mercado lo siguiente: a) análisis pormenorizado de los préstamos, b) análisis centrado en la industria, y c) estadísticas de impagos y recuperaciones.

Los estudios relativos a esta materia son escasos y se refieren al mercado estadounidense. Yi y Mullineaux (2006:481) comprueban que no existe reacción del mercado de acciones ante la concesión por primera vez de un *rating* ni ante las subidas, pero en cambio existe reacción negativa ante las bajadas, mucho más fuerte para las empresas pequeñas que para las grandes, siendo las empresas grandes las que obtienen *ratings* más altos, tal vez por su menor nivel de asimetrías informativas. Además, descubren que el *rating* de préstamos y el *rating* de bonos no son determinados por las agencias con el mismo modelo, afirmando que el *rating* de préstamos contiene información relevante para los inversores que no está contenida en la información financiera de la empresa calificada.

Por su parte Sufi (2009: 1659) observa que las firmas que obtienen estos *ratings* incrementan el uso de deuda y la realización de inversiones, con lo cual la concesión de estos *ratings* tiene un efecto real en la política de inversión y financiación de las empresas calificadas. Además, afirma que al reducir las asimetrías de información en el mercado de préstamos sindicados se amplía el número de prestamistas potenciales.

En resumen, las conclusiones de la escasa evidencia empírica existente parecen apoyar la hipótesis de que los *ratings* de préstamos bancarios contienen información relevante, reaccionando el mercado sólo a las bajadas.

3. LAS AGENCIAS DE RATING, UN PODER EN CUESTIÓN

Diferentes estudios han señalado la relevancia de las agencias de *rating* como actores económicos en el conjunto de los mercados financieros, más allá de su influencia sobre la evaluación de una empresa o un sector concreto, destacando a título ilustrativo los realizados sobre el *rating* soberano de países emergentes y épocas de crisis.

El hecho de que un país emergente esté calificado tiene aspectos positivos, pues, como señalan Kim y Wu (2008:19), ello le ayuda a desarrollar su sistema financiero y a incrementar la entrada de capital extranjero. No obstante, Kaminsky y Schmukler (2002:190) afirman que los cambios en el *rating* de un país o simplemente los cambios en la perspectiva del mismo influyen en el precio de los bonos y de las acciones en economías emergentes, produciéndose además un efecto contagio entre las economías, que es más fuerte en épocas de crisis y afecta más duramente a las economías menos transparentes. Dichos autores afirman que las agencias de *rating* proporcionan malas noticias en tiempos malos y buenas noticias en épocas de bonanza, reforzando las expectativas de los inversores (p. 191). Esto apoya la hipótesis de que las agencias de *rating* pueden contribuir a la inestabilidad de los mercados financieros emergentes y que, incluso, pueden extender sus efectos alrededor del mundo (p. 173). Por tanto, estas agencias con sus decisiones pueden llegar a desestabilizar las economías nacionales. Pukthuanthong-Le et al. (2007:47, 62) también demuestran que los cambios de los *ratings* soberanos afectan no sólo el mercado de acciones sino también el de bonos, y con más intensidad en momentos de crisis. En su estudio sobre cinco países asiáticos Li et al. (2008:46) subrayan que en la crisis financiera asiática de 1997 los cambios de *ratings* soberanos contribuyeron al efecto contagio entre economías. También Hooper et al. (2008:142, 165) señalan que las bajadas de *rating* soberano castigan duramente en los mercados emergentes y en los

“Diferentes estudios han señalado la relevancia de las agencias de rating como actores económicos en el conjunto de los mercados financieros, más allá de su influencia sobre la evaluación de una empresa o un sector concreto, destacando a título ilustrativo los realizados sobre el rating soberano de países emergentes y épocas de crisis.”

“Ya desde los inicios de la actividad de calificación crediticia se había planteado si el alto grado de concentración del sector era un problema por la posible existencia de prácticas monopolísticas. En este sentido, parece oportuno plantearse si el mercado valora los dictámenes de las agencias por igual o existen distintos grados de confianza”

períodos de crisis; además, las conclusiones de su estudio les permiten afirmar que las agencias de *rating* intensificaron la crisis asiática con su actuación. En cambio, Brooks *et al.* (2004:233) no observan que las economías emergentes sean más sensibles que el resto a cambios en el *rating* soberano, aunque tales cambios sí afectan negativamente el mercado de acciones.

En momentos de crisis financiera tiene especial interés averiguar si la reacción del mercado ante cambios de los *ratings* de emisiones o emisores privados difiere en intensidad. Joo y Pruitt (2006:17) analizan la reacción del mercado de acciones coreano ante la crisis financiera de Corea (octubre 1997 - julio 1998), concluyendo que el mercado reacciona de manera más fuerte a las bajadas de *rating* durante el período de crisis que antes o después del mismo. El estudio de Ghachem *et al.* (2010) en el contexto actual de crisis financiera tiene una relevancia especial. Estos autores estudian si la reacción del mercado a los cambios de *rating* es diferente debido a la crisis financiera mundial de 2008, mostrando sus resultados que la intensidad de la reacción ante las subidas no sufre cambios, pero sí en el caso de las bajadas y los anuncios de posibles bajadas. En estos dos últimos casos se produce una reacción negativa del mercado mucho más fuerte y más prolongada que en períodos estables. Esta reacción es explicada por los autores tanto por el cambio en el nivel de pánico de los inversores como por el cambio de actitud de las agencias que ahora hacen bajadas de *rating* mucho más severas (p. 3).

Esta tendencia a la sobrereacción, sumada a otras críticas que cuestionan su modelo de funcionamiento, ha contribuido a que el papel de las agencias de *rating* desde los inicios de la crisis financiera internacional de 2008 haya sido cuestionado. Entre las críticas que se les han formulado en los últimos años destacan las siguientes:

- 1) El nivel de competencia en el sector es muy bajo. Sólo tres agencias (Moody's, S&P y Fitch) se reparten más de 90% del mercado.

- 2) Las agencias no han reflejado a través de sus *ratings* el deterioro de las condiciones del mercado con la diligencia que se les suponía a estas entidades, existiendo la sospecha de que, como las propias empresas calificadas son las que les pagan las calificaciones, ello puede influir en la libertad e independencia de las agencias a la hora de conceder un *rating*.
- 3) La regulación les ha conferido un importante poder, ya que ciertas instituciones financieras sólo pueden invertir sus fondos en instrumentos financieros que estén calificados por determinadas agencias de *rating* y bajo ciertas categorías establecidas.

Ya desde los inicios de la actividad de calificación crediticia se había planteado si el alto grado de concentración del sector era un problema por la posible existencia de prácticas monopolísticas. En este sentido, parece oportuno plantearse si el mercado valora los dictámenes de las agencias por igual o existen distintos grados de confianza. Holthausen y Leftwich (1986:69), Hite y Warga (1997:43), Steiner y Heinke (2001:150), Li *et al.* (2006:1020) y Taib *et al.* (2009:10) obtienen en sus estudios que el mercado reacciona de igual modo ante los cambios de *rating* de S&P como de Moody's, por tanto no encuentran evidencia de que el mercado valore a una agencia más que a otra. Jewell y Livingston (1999:1) afirman que el mercado valora los *ratings* tanto de Moody's y S&P como los de agencias más pequeñas, como es el caso de Fitch IBCA.

En cambio, Kish *et al.* (1999:363) destacan que los *ratings* de Moody's y S&P son relevantes para el mercado, pero parece que el mercado estadounidense confía más en los de S&P aunque no encuentran suficiente evidencia para poder afirmarlo. Baker y Mansi (2002:1385) observan que el mercado considera que los *ratings* de S&P son ligeramente más certeros que los de Moody's y que, a su vez, los *ratings* de S&P y Moody's son más fiables que los de Duff & Phelps y Fitch IBCA. Brooks *et al.* (2004:233) encuentran que sólo las bajadas de *rating* soberano afectan el mercado si las realizan S&P y Fitch, pero no

Moody's o Thomson, si bien sólo trabajaron con *ratings* de estas cuatro agencias.

Las principales agencias de Estados Unidos y Japón son comparadas en el estudio de Mollemans (2003:3), quien estudia el efecto anuncio de cambios de *rating* en el mercado japonés entre las agencias estadounidenses S&P y Moody's y las agencias locales Japan Rating and Investment Information (R&I) y Japan Credit Rating Agency (JCR), obteniendo que el mercado reacciona ante los anuncios de S&P y JCR pero no ante los de Moody's y R&I, aunque Li *et al.* (2006:1020) no obtiene diferencia entre las agencias estadounidenses para este mismo mercado. En cambio, el mercado español parece confiar más en los *ratings* de Moody's que en los de S&P (Abad *et al.*, 2008, 25).

Los resultados no son del todo concluyentes en torno a la existencia o no de una percepción diferenciada acerca de los *ratings* otorgados por unas u otras agencias (si bien se inclinan ligeramente a favor de S&P) aunque, en general, los inversores confían en las opiniones de estas agencias.

Otra de las críticas formuladas ha sido que las agencias otorgaron la máxima calificación a los bonos ligados a las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Lehman Brothers contaba con una elevada calificación, sin perspectiva negativa, en septiembre de 2008 justo cuando quebró, y la entidad financiera de Bernard Madoff contaba con una triple A. Sin la colaboración, se supone que pasiva, de las agencias de *rating*, el fiasco de las finanzas internacionales posiblemente no hubiese sido masivo, porque, sin la máxima calificación otorgada a instrumentos financieros opacos muy sofisticados, éstos no se hubiesen colocado tan bien por medio mundo.

El hecho de que sean los propios emisores los que contraten las agencias de calificación para que les evalúen es uno de los aspectos que más dudas despierta en los mercados financieros, dado el

conflicto de intereses que se puede producir. Por ello, se ha comentado la posibilidad de que los emisores sigan pagando a las agencias de *ratings* por sus calificaciones y que sea el organismo regulador máximo del mercado de valores, y no la empresa emisora, quien elija la agencia que llevará a cabo la calificación. Tal vez así, las presiones que dicen sufrir las agencias de *rating* por parte de los emisores para que les otorguen un buen *rating* no se producirían.

En 2010 las dos mayores agencias de calificación estadounidenses, Moody's y S&P, han sido "señaladas" oficialmente por el Senado de Estados Unidos. Según las investigaciones, las firmas habrían sido influenciadas indudablemente por la banca de inversión, que pagaba sus comisiones, e ignoraron los síntomas de fraude que aquejaban a la industria, pues en algunas ocasiones las calificaciones fueron utilizadas como técnicas de negociación entre las agencias y los banqueros. Si a todo ello se suma la escasa competencia que hay en el sector de las agencias de calificación, queda en cuestión la independencia de estas agencias (U.S. Senate, 2010, 23 de abril).

Por su parte, las agencias de *rating* han intentado defenderse afirmando que tampoco la Securities and Exchange Commission (SEC), la Reserva Federal, los propios bancos o la prensa financiera fueron capaces de vislumbrar la crisis de 2008. De todas formas, las agencias han manifestado ser conscientes de que han fallado y han comenzado a realizar cambios en todas las fases de análisis relacionadas con la concesión y mantenimiento de un *rating*.

Es reseñable que en los últimos años las agencias no hayan perdido ni uno de los numerosos

juicios que han sufrido por sus errores³, pues se acogen al derecho constitucional de libertad de expresión, al afirmar que un *rating* es simplemente una opinión sobre la solvencia y la capacidad crediticia de una deuda o un deudor, nada más. Pero aún así, las demandas siguen apareciendo y en todos los casos las agencias son acusadas de engañar o al menos de actuar negligentemente cuando calificaron con altos *ratings* productos financieros que más tarde se confirmaron como pésimos.

Por último, cabe hacer referencia a que con el paso del tiempo los organismos reguladores han ido confiriendo mayor poder a las agencias, al establecer restricciones para determinadas instituciones financieras en cuanto a las operaciones que pueden realizar con instrumentos financieros, basándose en su calificación crediticia y el tipo de agencia que emite el *rating*.

En este caso, parece oportuno plantear la existencia de una posible responsabilidad compartida con tales organismos reguladores, al delegar determinadas funciones de supervisión en lo que podría calificarse de auténticas "cajas negras", al no establecerse, entre otras medidas, los correspondientes mecanismos de vigilancia y revisión de las metodologías de análisis seguidas, de evitación de conflictos de intereses o, incluso, de independencia respecto de intereses nacionales, en el caso de operar en un tercer país.

A la luz de lo expuesto, cabe cuestionarse cómo es posible que después de cometer errores de tal magnitud, sus opiniones sigan teniendo impacto en los mercados⁴.

³ Fue en Estados Unidos donde primeramente se llevó a juicio a las agencias de rating, pero también lo han hecho otros países como España, Alemania, Grecia y Portugal.

⁴ Llama la atención que los fallos en la valoración de las cuentas de Enron se llevaran por delante a la primera auditora del mundo, Arthur Andersen, y que no haya ocurrido lo mismo con quienes habían concedido una alta calificación a productos o emisores que no lo merecerían.

4. HACIA UNA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE RATING

Ante la influencia de las agencias de *rating* en los mercados de valores y su comportamiento desde el comienzo de la crisis de 2008, muchos gobiernos y autoridades reguladoras de los mercados se han sumado a la petición de una regulación internacional para estas agencias que garantice su transparencia. En los últimos años, los líderes del Grupo de los Veinte (G-20) no han dejado de mencionar el control de estas entidades como una de las claves fundamentales del sistema financiero internacional.

Así, el G-20 en la Cumbre de Londres del 2 de abril de 2009 acordó, entre otros asuntos, “ampliar la supervisión y el registro regulador a las Agencias de Calificación de Crédito para garantizar que cumplen el código internacional de buenas prácticas, en especial para impedir conflictos de interés inaceptables”.

A juicio del G-20, los grandes fallos producidos en el sector financiero y en la regulación y la supervisión financieras fueron causas fundamentales de la crisis, afirmando que la confianza general no se recuperará mientras no se reconstruya la confianza en el sistema financiero, y que es necesario tomar medidas para crear un marco supervisor y regulador más fuerte y globalmente más coherente para el futuro sector financiero, que apoye un crecimiento mundial sostenible capaz de cubrir las necesidades de empresas y ciudadanos.

Antes de finalizar el año 2009 el G-20 volvió a reunirse, en esta ocasión en Pittsburgh, para señalar que “los fallos de regulación y supervisión, además del riesgo imprudente e irresponsable asumido por los bancos y otras instituciones financieras, crearon una peligrosa fragilidad financiera que contribuyó significativamente a la crisis actual. La posibilidad de volver a asumir riesgos excesivos tal y como prevalece en algunos países no es una opción”. Por todo

“*A juicio del G-20, los grandes fallos producidos en el sector financiero y en la regulación y la supervisión financieras fueron causas fundamentales de la crisis, afirmando que la confianza general no se recuperará mientras no se reconstruya la confianza en el sistema financiero, y que es necesario tomar medidas para crear un marco supervisor y regulador más fuerte y globalmente más coherente para el futuro sector financiero, que apoye un crecimiento mundial sostenible capaz de cubrir las necesidades de empresas y ciudadanos.*”

“
... se debe entender por
calificación crediticia: «un
dictamen acerca de la
solvencia de una entidad, una
deuda u obligación financiera,
una obligación, una acción
preferente u otro instrumento
financiero, o de un emisor
de tal deuda u obligación
financiera, obligación, acción
preferente u otro instrumento
financiero, emitido utilizando
un sistema establecido y
definido de clasificación de las
categorías de calificación»”

ello, destacan la necesidad de avanzar hacia un nuevo sistema de supervisión y regulación de los mercados financieros.

El G-20 añadía además en su declaración final que desde el comienzo de la crisis global, los países integrantes de este foro han desarrollado y empezado a aplicar reformas radicales para hacer frente a las causas de la crisis y transformar la regulación del sistema financiero. Además afirmaban haber mejorado y ampliado el alcance de la regulación y supervisión, con una regulación más estricta de lo que queda fuera de mercado, entre ellos los mercados de titularización y las agencias de calificación crediticia.

En junio de 2010 el G-20 se reúne, esta vez en Toronto, volviendo a hacer referencia a las agencias de *rating*. Entre sus acuerdos figuraba “fortalecer la infraestructura del mercado financiero acelerando la implementación de medidas fuertes para mejorar la transparencia y la supervisión regulatoria de los fondos de cobertura (hedge funds), las agencias de calificación de crédito y los derivados del mercado extrabursátil (OTC), de una manera internacionalmente consistente y no discriminatoria”.

En esta Cumbre se volvió a hacer hincapié en la necesaria reforma del sistema financiero, indicando expresamente en su declaración final que estaban “construyendo un sistema financiero más resistente que sirva a las necesidades de nuestras economías, reduzca el riesgo moral, limite el aumento del riesgo sistémico, y apoye un crecimiento económico fuerte y estable. Hemos fortalecido el sistema financiero global a través del fortalecimiento de la supervisión prudencial, la mejora de la gestión de riesgo, la promoción de la transparencia y el fortalecimiento de la cooperación internacional”.

Seúl acogió los días 11 y 12 de noviembre de 2010 una nueva Cumbre del G-20. La misma tenía como tema principal reformar la economía del mundo para ayudar a asegurar un crecimiento estable y prevenir que se repitiese la crisis financiera de 2008. Como en cumbres anteriores

se destacó, entre otros aspectos relevantes, la necesidad de asegurar unos mercados financieros más estables, sólidos y seguros, para lo cual se señala que es preciso establecer nuevos marcos regulatorios, diferentes a los existentes antes de producirse la crisis, que permitan una supervisión más efectiva de los mismos.

Por su parte, la Unión Europea (UE) ha hecho un llamamiento a las agencias internacionales de calificación a comportarse en forma "rigurosa y responsable" y ha dado un importante paso con la publicación en noviembre de 2009, del Reglamento (CE) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Este Reglamento supone un intento para fiscalizar la actuación de las agencias de rating, teniendo por objeto "introducir un planteamiento regulador común para mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la fiabilidad de las actividades de calificación, contribuyendo así a la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad y por ende al correcto funcionamiento del mercado interior, y alcanzando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores".

Para ello establece condiciones para la emisión de calificaciones crediticias y normas relativas a la organización y actuación de las agencias de calificación crediticia, a fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses. Además, este Reglamento define, entre otros términos, que se debe entender por calificación crediticia: *"un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación"*.

La norma reconoce que las agencias de *rating* desempeñan un importante papel tanto en los mercados de valores como en los mercados

bancarios internacionales, ya que inversores, prestatarios, emisores y administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan estas agencias como uno de los elementos para adoptar decisiones de inversión y de financiación. Por tanto, la UE asume expresamente que las calificaciones crediticias influyen significativamente en el funcionamiento de los mercados y en la confianza de los inversores y los consumidores.

Sin embargo, la UE se enfrenta al problema de que la mayor parte de las agencias de calificación crediticia tienen su sede fuera de la Comunidad, concretamente, en Estados Unidos, con lo cual la mayoría de los Estados miembros no regulan las actividades de estas agencias, ni las condiciones de emisión de sus calificaciones. Por todo ello, la Unión considera necesario establecer un marco normativo común que se aplique en todos los Estados miembros, es decir, un conjunto de normas que *"garanticen que todas las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad sean de adecuada calidad y estén emitidas por agencias de calificación crediticia sujetas a requisitos estrictos"*. De hecho, en el Reglamento se indica que *"el objetivo principal del presente Reglamento es la protección de la estabilidad de los mercados financieros y de los inversores"*.

El Reglamento recoge una serie de disposiciones a cumplir por las agencias de *rating*, bajo el principio de que éstas deben disponer lo necesario para garantizar la buena gobernanza empresarial.

Esta norma establece que las agencias de *rating* deben centrar su actividad profesional en la emisión de calificaciones crediticias, no debiendo estar autorizadas a prestar servicios de consultoría o asesoramiento. En particular, no deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de un instrumento de financiación estructurada. Sin embargo, dichas agencias deben poder prestar servicios auxiliares, siempre que ello no genere conflictos de intereses con la emisión de *ratings*.

Asimismo, las agencias de un tercer país han de cumplir unos requisitos previos de carácter obligatorio y generales respecto de la integridad de sus actividades de calificación crediticia para impedir la injerencia por parte de las autoridades competentes y de otras autoridades públicas de dicho tercer país en el contenido de las calificaciones crediticias y para prever una política adecuada en materia de conflictos de interés, rotación de analistas de calificaciones y divulgación periódica y continua.

En lo referente a los conflictos de intereses, las agencias de *rating* deben adoptar políticas y procedimientos internos apropiados en relación con los empleados y otras personas que intervengan en el proceso de calificación, a fin de descubrir, eliminar o gestionar y comunicar los conflictos de intereses y velar, en todo momento, por la calidad, solidez y rigor del proceso de calificación y de revisión crediticias. En caso de que una agencia se vea sometida a presiones, debe notificarlo a la Comisión y al CERV (Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores).

Otra cuestión abordada por la norma es la referente a la rotación de los analistas de calificaciones, los cuales deben estar sujetos a un mecanismo de rotación adecuado a fin de salvaguardar su independencia. Asimismo, las agencias deben asignar a las actividades de calificación crediticia un número suficiente de empleados dotados de conocimientos y experiencia adecuados.

En cuanto a los aspectos relativos a la divulgación periódica y continua, la norma dicta que las agencias deben emplear métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos y constantes y que puedan ser validados, incluida la experiencia histórica adecuada y la simulación retrospectiva. Las agencias deben hacer pública la información sobre los mismos, y establecer los procedimientos

adecuados para que en todo momento estén adaptados a la evolución de los mercados. En aras de la transparencia, toda modificación sustancial de los mismos debe divulgarse antes de su aplicación, siempre que las condiciones del mercado lo permitan.

Por otra parte, el Reglamento establece unas cautelas adicionales en favor de la comprensibilidad de la información aportada por las agencias. Así, los *ratings* no solicitados deben identificarse claramente como tales al igual que los *ratings* otorgados a instrumentos de financiación estructurada.

Además, la norma regula la obligación de inscribirse en un registro a las agencias que emitan *ratings* en la UE, siendo el CERV el encargado de recibir las solicitudes de registro e informar a las autoridades competentes de todos los Estados miembros.

Por otro lado, y a fin de facilitar la supervisión de las agencias de *rating*, en el caso de que su domicilio social esté situado fuera de la Comunidad estarán obligadas a establecer una filial en ésta. Asimismo, el Reglamento alienta la aparición de nuevos participantes en el mercado de las agencias de *rating*.

En todo caso, parece oportuno resaltar que el Reglamento hace constar expresamente la idea de que *“los usuarios de las calificaciones no deben confiar ciegamente en ellas, sino que deben procurar encarecidamente realizar su propio análisis y actuar en todo momento con la debida diligencia antes de confiar en esas calificaciones”*, a objeto quizá de contextualizar el papel tan preponderante que han desempeñado las agencias a lo largo de la crisis financiera.

También, se ha comentado la posibilidad de crear una agencia de calificación pública europea⁵,

⁵ Esta idea no ha sido bien acogida por todos. Muchas son las opiniones que afirman que una agencia pública europea tendría un interés bastante claro en valorar positivamente la deuda tanto de los países miembros como la de los países dependientes, llegando a tener la misma “credibilidad” que las agencias de rating privadas existentes.

ya que, aunque surjan muchas dudas sobre el funcionamiento de las mismas, se reconoce que la existencia de estas agencias es muy positiva, tanto para emisores como para inversores.

En junio de 2010 la Comisión Europea consideraba que este Reglamento, que entrará plenamente en vigor en 2011, no era suficientemente estricto para controlar a las agencias de calificación, por lo que presentó una propuesta para reforzarlo. El objetivo de esta nueva propuesta es centralizar y reforzar más el control sobre estas agencias, para ello se propone que su control sea efectuado en exclusiva por la Autoridad Europea de Mercados y Valores (AEMV), una de las cuatro futuras nuevas instituciones previstas en la reforma del sistema financiero de la UE, la cual tendría poderes para reclamar información, realizar investigaciones e inspecciones en las compañías, y también sancionar e incluso retirar la licencia a las agencias que incumplan la legislación.

5. CONCLUSIONES

Las agencias de *rating* han sido acusadas desde comienzos de la crisis de 2008 de ser uno de sus agentes responsables, al haber calificado productos o emisores con un alto *rating* que realmente no les correspondía. A este respecto, los estudios empíricos realizados tanto en Estados Unidos como en otros países (España, Reino Unido, etc.) ponen de manifiesto que el *rating* tiene contenido informativo relevante para el mercado y que las agencias ejercen una gran influencia en los mercados financieros mundiales. A todo ello se añade que estas agencias están muy poco controladas por las autoridades reguladoras del mercado y que el nivel de competencia en el sector es mínimo, lo que ha desatado un profundo interés por establecer una regulación estricta de estas agencias, destacando, en este sentido, las iniciativas del Grupo de los Veinte y la Unión Europea.

Las agencias de *rating*, conocedoras del poder que tienen, deberían actuar de modo responsable

“Las agencias deben hacer pública la información sobre los mismos, y establecer los procedimientos adecuados para que en todo momento estén adaptados a la evolución de los mercados. En aras de la transparencia, toda modificación sustancial de los mismos debe divulgarse antes de su aplicación, siempre que las condiciones del mercado lo permitan.”

“Las agencias de rating, conoedoras del poder que tienen, deberían actuar de modo responsable y adoptar las medidas internas necesarias para que lo que les ha pasado no les vuelva a suceder, tanto por su propio beneficio y reputación como por la salud del sistema financiero mundial.”

y adoptar las medidas internas necesarias para que lo que les ha pasado no les vuelva a suceder, tanto por su propio beneficio y reputación como por la salud del sistema financiero mundial.

BIBLIOGRAFÍA

Abad-Romero, P. y Robles-Fernández, M.D. (2007). Bond rating changes and stock returns: evidence from the Spanish stock market. *Spanish Economic Review*, 9 (2), pp. 79-103.

Abad, P.; Díaz, A. y Robles, M.D. (2008, junio 5-7). *Influence of rating announcements and their characteristics on abnormal liquidity in corporate debt market*. Comunicación presentada al IX Encuentro de Economía Aplicada, Salamanca, España.

Akhigbe, A.; Madura, J. y Whyte, M. (1997). Intra-industry effects of bond rating adjustments. *Journal of Financial Research*, 20 (4), 545-561.

Anderson, S.T.; Bhabra, G.S.; Bhabra, H.S. y Lamba, A.S. (2007, September). *Earnings and dividend information contained in bond rating changes*. Comunicación presentada en 12th Finsia-Melbourne Centre for Financial Studies Banking and Finance Conference, 1-37.

Ashbaugh-Skaife, H.; Collins, D.W. y LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit rating. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1-2), pp. 203-243.

Baker, H.K. y Mansi, S.A. (2002). Assessing credit rating agencies by bond issuers and institutional investors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (9-10), pp. 1367-1398.

Bannier, C.E. y Hirsch, C.W. (2010). The economic function of credit rating agencies-What does the watchlist tell us? *Journal of Banking & Finance*, en prensa.

- Barron, M.J.; Clare, A.D. y Thomas, S.H. (1997). The effect of bond rating changes and new ratings on UK stock returns. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (3/4), pp. 497-509.
- Bi, K. y Levy, H. (1993). Market reaction to bond downgradings followed by chapter 11 filings. *Financial Management*, Autumn, pp. 156-162.
- Brooks, R.; Faff, R.W.; Hillier, D. y Hillier, J. (2004). The national market impact of sovereign rating changes. *Journal of Banking & Finance*, 28 (1), pp. 233-250.
- Caballero, A.; Melgarejo, G.; Mongnut, S. y Villanueva, M. (2006). Las agencias clasificadoras de riesgo en el Perú: análisis y evaluación de su rol. Documento de discusión DD/06/14, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, diciembre, pp. 1-91.
- Caton, G.L. y Goh, J. (2003). Are all rivals affected equally by bond rating downgrades? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20 (1), pp. 49-62.
- Chandra, U. y Nayar, N. (1998). The information content of commercial paper rating downgrades: further evidence. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13, Autumn, pp. 417-435.
- Chandy, P.R.; Hsueh, L.P. y Liu, Y.A. (1993). Effects of preferred stock re-rating on common stock prices: further evidence. *The Financial Review*, 28 (4), pp. 449-467.
- Choy, E.; Gray, S. y Ragunathan, V. (2006). Effect of credit rating changes on Australian stock returns. *Accounting and Finance*, 46, pp. 755-769.
- Comunidad Europea (2009). Reglamento (CE) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, 17 de noviembre de 2009.
- Cornell, B.; Landsman, W. y Shapiro, A.C. (1989). Cross-sectional regularities in the response of stock prices to bond rating changes. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4 (4), pp. 460-479.
- Crabbe, L. y Post, M. A. (1994). The effect of a rating downgrade on outstanding commercial paper. *The Journal of Finance*, 49 (1), pp. 39-56.
- Crabtree, A.D.; Brandon, D.M. y Maher, J.J. (2006). The impact of auditor tenure on initial bond ratings. *Advances in Accounting*, 22, pp. 97-121.
- Creighton, A.; Gower, L. y Richards A. (2007). The impact of rating changes in Australian financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15 (1), pp. 1-17.
- Dalocchio, M.; Hubler, J.; Raimbourg, P. y Salvi, A. (2006). Do upgradings and downgradings convey information? an event study of the French bond market. *Economic Notes: Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 35 (3), pp. 293-317.
- Davidson, W.N. III y Glascock, J.L. (1985). The announcement effects of preferred stock re-ratings. *The Journal of Financial Research*, 8 (4), pp. 317-325.
- Dichev, I.D. y Piotroski, J.D. (2001). The long-run stock returns following bond rating changes. *The Journal of Finance*, 56 (1), pp. 173-203.
- Doma, E. y Omar, M.A. (2006). The information content of the Malaysian corporate bond rating changes. *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, 4, pp. 63-93.
- Ederington, L.H. y Goh, J.C. (1998). Bond rating agencies and stock analysts: who knows what

- when? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (4), pp. 569-585.
- Elayan, F.A.; Hsu, W.H. y Meyer, T.O. (2003). The informational content of credit rating announcements for share prices in small market. *Journal of Economics and Finance*, 27 (3), pp. 337-356.
- Elayan, F.A.; Maris, B.A. y Maris, J. B. (1990). Common stock response to false signals from CreditWatch placement. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29, Summer, pp. 16-35.
- Elayan, F.A.; Maris, B.A. y Young, P.J. (1996). The effect of commercial paper rating changes and Credit-Watch placement on common stock prices. *The Financial Review*, 31 (1), pp. 149-167.
- Etapé Tous, M. (2010, 28 de febrero). Entrevista a Michel Camdessus, ex director general del Fondo Monetario Internacional (FMI). *La Vanguardia*, p. 9.
- Ghachem, D.A.; Boudriga, A. y Mamoghli, C. (2010). Does American stock market react differently to rating announcements during crisis period? The case of the 2008 worldwide financial crisis. Disponible en: <http://afc2010.unice.fr/PDF/p104.pdf>.
- Goh, J.C. y Ederington, L.H. (1993). Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders? *The Journal of Finance*, 48 (5), pp. 2001-2008.
- Goh, J.C. y Ederington, L.H. (1999). Cross-sectional variation in the stock market reaction to bond rating changes. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 39 (1), pp. 101-112.
- González Méndez, V.M. y González Rodríguez, F. (1998). Contenido informativo de los cambios en las calificaciones crediticias. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 2, julio-diciembre, pp. 299-315.
- Gropp, R. y Richards, A.J. (2001). Rating agency actions and the pricing of debt and equity of european banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness? Working paper series, European Central Bank, 76, pp. 1-36.
- Grier, P. y Katz, S. (1976). The differential effects of bond rating changes among industrial and public utility bonds by maturity. *The Journal of Business*, (49), April, pp. 226-239.
- Griffin, P.A. y Sanvicente, A.Z. (1982). Common stock returns and rating changes: a methodological comparison. *The Journal of Finance*, 37 (1), pp. 103-119.
- Grupo de los Veinte (2009, 2 April). *Leaders' Statement - The Global Plan for Recovery and Reform*, London. Disponible en: <http://www.g20.org/Documents/final-communique.pdf>
- Grupo de los Veinte (2009, 24-25 September). *Leaders' Statement- The Pittsburgh Summit*, Pittsburgh. Disponible en: http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf
- Grupo de los Veinte (2010, 26-27 June). *The G-20 Toronto Summit Declaration*, Toronto. Disponible en: http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf
- Grupo de los Veinte (2010, 11-12 November). *The G-20 Seoul Summit Leaders' Declaration*, Seoul. Disponible en: http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf
- Hand, J.R.M.; Holthausen, R.W. y Leftwich, R.W. (1992). The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices. *The Journal of Finance*, 47 (2), pp. 733-752.
- He, Y.; Wang, J. y Wei, K.C.J. (2010). Do bond rating changes affect the information asymmetry of stock trading. *Journal of Empirical Finance*, en prensa.

- Hettenhouse, G.W. y Sartoris, W.L. (1976). An analysis of the informational value of bond-rating changes. *Quarterly Review of Economics and Business*, 16, Summer, pp. 65-78.
- Hite, G. y Warga, A. (1997). The effect of bond-rating changes on bond price performance. *Financial Analysts Journal*, 53 (3), pp. 35-51.
- Holthausen, R.W. y Leftwich, R.W. (1986). The effect of bond rating changes on common stock prices. *Journal of Financial Economics*, 17, September, pp. 57-89.
- Hooper, V.; Hume, T. y Kim, S. (2008). Sovereign rating changes - Do they provide new information for stock markets? *Economic Systems*, 32, pp. 142-166.
- Hsueh, L.P. y Liu, Y.A. (1992). Market anticipation and the effect of bond rating changes on common stock prices. *Journal of Business Research*, 24 (3), pp. 225-239.
- Jewell, J. y Livingston, M. (1999). A comparison of bond ratings from Moody's, S&P y Fitch IBCA. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 8 (4), pp. 1-45.
- Joo, S.L. y Pruitt, S.W. (2006). Corporate bond ratings changes and economic instability: Evidence from the Korean financial crisis. *Economics Letters*, 90, pp. 12-20.
- Jorion, P. y Zhang, G. (2007). Information effects of bond rating changes: the role of the rating prior to the announcement. *The Journal of Fixed Income*, 16 (4), pp. 45-59.
- Kaminsky, G. y Schmukler, S.L. (2002). Emerging market instability: do sovereign rating affect country risk and stock returns? *The World Bank Economic Review*, 16 (2), pp. 171-195.
- Katz, S. (1974). The price adjustment process of bond to rating reclassifications: a test of bond market efficiency. *Journal of Finance*, (29), May, pp. 551-559.
- Kim, Y. y Nabar, S. (2003). Why do stock prices react to bond rating downgrades? *Managerial Finance*, 29 (11), pp. 93-107.
- Kim, Y. y Nabar, S. (2007). Bankruptcy probability changes and the differential informativeness of bond upgrades and downgrades. *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 3843-3861.
- Kim, S.-J. y Wu, E. (2008). Sovereign credit rating, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 9, pp. 7-39.
- Kisgen, D. J. (2006). Credit ratings and capital structure. *The Journal of Finance*, 61 (3), pp. 1035-1072.
- Kish, R.J.; Hogan, K.M. y Olson, G. (1999). Does the market perceive a difference in rating agencies? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 39, pp. 363-377.
- Kumar, P.C. y Tsetsekos, G.P. (1993). Managerial ownership and stock price reaction to bond downgrades. *Applied Financial Economics*, 3 (4), pp. 357-364.
- Larrymore, N.L. (2001). The effect on market response to dividend reduction/omission announcements by a preceding bond rating downgrade. Tesis doctoral no publicada, Universidad de Arkansas, Estados Unidos.
- Li, H.; Jeon, B.N.; Cho, S. y Chiang, T.C. (2008). The impact of sovereign rating changes and financial contagion on stock market returns: evidence from five Asian countries. *Global Finance Journal*, 19, pp. 46-55.
- Li, J.; Shin, Y.S. y Moore, W.T. (2006). Reactions of Japanese markets to changes in credit ratings by global and local agencies. *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 1007-1021.
- Li, H.; Visaltanachotyi, N. y Kesayan, P. (2004). The effects of credit rating announcements on shares in the Swedish stock market. *The*

- International Journal of Finance*, 16 (4), pp. 2870-2889.
- Linciano, N. (2004). The reaction of stock prices to rating changes. Working paper, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), Quaderni di Finanza, 57, pp. 1-24.
- Matolcsy, Z.P. y Lianto, T. (1995). The incremental information content of bond rating revisions: the Australian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 19, August, pp. 891-902.
- Mollemans, M. (2003). The credit rating announcement effect in Japan. Working paper, Mcquarie University, Australia, pp. 1-82.
- Nayar, N. y Rozeff, M.S. (1994). Ratings, commercial paper, and equity returns. *The Journal of Finance*, 49 (4), pp. 1431-1449.
- Parisi, F. y Pérez, D. (2000). Cambios en el rating de bonos y su efecto en los precios accionarios: el caso de Chile. *Revista ABANTE*, 3 (2), pp. 249-273.
- Peavy, J.W. III y Scott, J.A. (1986). The AT&T divestiture: effect of ratings changes on bond returns. *Journal of Economics and Business*, 38, August, pp. 255-271.
- Pinches, G.E. y Singleton, J.C. (1978). The adjustment of stock prices to bond rating changes. *The Journal of Finance*, 33, March, pp. 29-44.
- Poon, W.P.H. y Chan, K.C. (2008). An empirical examination of the informational content of credit ratings in China. *Journal of Business Research*, 61 (7), pp. 790-797.
- Pukthuanthong-Le, K.; Elayan, F.A. y Rose, L.C. (2007). Equity and debt market responses to sovereign credit ratings announcement. *Global Finance Journal*, 18, pp. 47-83.
- Purda, L.D. (2005). Mengers in the bond rating industry: does rating provider matter? *Journal of Multinational Financial Management*, 15, pp. 155-169.
- Rajagopal, S. y Kohers, T. (2004). Industry characteristics and the information content of debt downgrades. *Journal of Commercial Banking and Finance*, 3 (2), pp. 103-112.
- Schneeweis, T. y Branch, B. (1980-1981). Capital market efficiency in fixed income securities. *Review of Business and Economic Research*, 16, pp. 34-42.
- Steiner, M. y Heinke, V.G. (2001). Event study concerning international bond price effects of credit rating actions. *International Journal of Finance and Economics*, 6, pp. 139-157.
- Stickel, S.E. (1986). The effect of preferred stock rating changes on preferred and common stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 8, October, pp. 197-215.
- Sufi, A. (2009). The real effects of debt certification: evidence from the introduction of bank loan ratings. *The Review of Financial Studies*, 22 (4), pp. 1659-1691.
- Taib, H.M.; Di Lorio, A.; Hallahan, T. y Bissondoyal, B. (2009). *The share price reaction during corporate bond rating revision*. Comunicación presentada en el Second annual London Conference on Money, Economic and Management, World Business Institute of Australia, Londres.
- U.S. Senate (2010, 23 April). Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies. Permanent Subcommittee on Investigations, U.S. Senate. Disponible en: http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing_id=5f127126-608a-4802-ba77-d1bdffdfbe9b.

- Verona Martel, M. C. (1998). El *rating* como información al mercado. Un análisis de la reacción del mercado de acciones español ante anuncios relativos al *rating* de un emisor. Tesis doctoral no publicada, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, España.
- Verona Martel, M. C. y Déniz Mayor, J.J. (2008). Efecto informativo de cambios en el *rating*: el caso español. *Revista Vértice Universitario*, (37), pp. 15-22.
- Verona Martel, M. C. y Déniz Mayor, J.J. (2008). Contenido informativo de la colocación de un *rating* en la lista de vigilancia: el caso español. *Revista Ciencia y Sociedad*, 33 (2), pp. 193-211.
- Wakeman, L.M. (1987). The real function of bond rating agencies. En *The Revolution in Corporate Finance*, Stern, J.M. y D.H. Chew, Jr. (eds.) New York: Basil Blackwell, Inc., pp. 17-20.
- Wansley, J.W. y Clauretíe, T.M. (1985). The impact of creditwatch placement on equity returns and bond prices. *The Journal of Financial Research*, 8 (1), pp. 31-42.
- Wansley, J.W.; Elayan, F.A. y Maris, B.A. (1990). Preferred stock returns, creditwatch, and preferred stock rating changes. *The Financial Review*, 25 (2), pp. 265-285.
- Wansley, J.W.; Glascock, J.L. y Clauretíe, T.M. (1992). Institutional bond pricing and information arrival: the case of bond rating changes. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (5), pp. 733-752.
- Weinstein, M.I. (1977). The effect of a rating change announcement on bond price. *Journal of Financial Economics*, 5, December, pp. 329-350.
- Yi, H. y Mullineaux, D.J. (2006). The informational role of bank loan ratings. *The Journal of Financial Research*, 29 (4), pp. 481-501.
- Zaima, J.K. y McCarthy, J. (1988). The impact of bond rating changes on common stocks and bonds: tests of the wealth redistribution hypothesis. *The Financial Review*, 23 (4), pp. 483-498.

