

UN ANALISIS DE LA FUNCION DEL RATING EN EL MERCADO ESPAÑOL DE RENTA FIJA

Clara Cardone

Profesora del Departamento
Contabilidad y Organización de Empresas
Facultad Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid

El creciente desarrollo del mercado de renta fija y el proceso de desintermediación financiera recientemente iniciado, son algunas de las razones que han impulsado el proceso de rating. La existencia de información asimétrica supone para los inversores y para los emisores la necesidad de contar con la calificación crediticia para completar su mercado. Desde 1992 existen en España tres agencias de rating que califican la deuda de grandes emisores y entidades bancarias, habiendo publicado ya los primeros resultados de su gestión.

1. INTRODUCCIÓN

El factor riesgo -siempre presente en las transacciones financieras nacionales e internacionales- se manifiesta a través de cambios de los tipos de interés o en devaluaciones de las divisas en las que están denominados los títulos de deuda. Pero el factor riesgo está también presente cuando se desconoce la calidad de la deuda o grado de capacidad financiera de los emisores para amortizar el capital y pagar los intereses

acordados. Los mercados de renta fija han permitido el desarrollo de empresas que emiten "opiniones" acerca de dicha capacidad y que ayudan a disminuir la incertidumbre existente acerca de los prestatarios¹.

El objeto del presente trabajo es analizar la función y los resultados de la calificación crediticia o "rating" de emisiones españolas de renta fija en las que se ha acentuado su importancia -para el inversor y demás agentes que operen en dichos mercados- como elemento de información y análisis del riesgo implícito en los activos financieros.

No existían en nuestro país -hasta un pasado reciente- empresas que calificaran este riesgo. Cuando algún emisor nacional emitía deuda en mercados financieros internacionales recurría a los servicios de agencias internacionales. A finales de 1991 dos de las más reconocidas empresas norteamericanas y una británica, comenzaron negociaciones para operar en el creciente mercado español de renta fija. Hoy son estas tres agencias las que, finalmente, operan en el mercado calificando la deuda de entidades financieras, empresas públicas y privadas.

La estructura del trabajo que presentamos es la siguiente, tras esta introducción, el segundo punto trata algunos aspectos básicos del rating y el funcionamiento de las agencias evaluadoras. El tercer punto desarrolla la cotización de otros activos financieros y en la información del mercado. En el cuarto punto se desarrollan las causas del desarrollo de las agencias en el curomercado. El quinto punto desarrolla las características del mercado español de renta fija y comenta los resultados de las calificaciones otorgadas, hasta el momento, por dos de las agencias radicadas en el país. Finalmente presentamos un resumen y conclusiones.

¹ No es hasta el año 1970 cuando la función del rating adquiere importancia en los mercados norteamericanos. En ese año la que era la mayor empresa de transporte del mundo "Penn Central Transportation Company" quiebra con un pasivo de 82 millones de dólares en pagarés de primera calidad. Este hecho seguido por otros acontecimientos han llevado a considerar la opinión de empresas calificadoras como un dato muy importante a tener en cuenta a la hora de invertir. Los siguientes son algunos ejemplos de las situaciones que se comentan: el incumplimiento de la deuda contrida por Méjico (1982) y de otros países Latinoamericanos; la quiebra de uno de los principales bancos de los EEUU, el Continental Illinois; las quiebras de Bank of Credit and Commerce International; Maxwell Communications y Olimpia and York, entre otros (Ver Chalton y Prescott, 1993; p. 270).

2. ASPECTOS BÁSICOS Y FUNCIONAMIENTO DE LAS AGENCIAS

Se entiende por rating a la opinión imparcial acerca de la capacidad del emisor para hacer frente al pago de intereses y devolución del capital de una deuda emitida de renta fija. El rating valora el riesgo de cumplimiento ante posibles eventualidades futuras, aspecto que lo distingue de la opinión emitida por la auditoría externa. Esta última da una opinión de la situación económica, financiera y patrimonial de una empresa a una fecha dada.

La calificación del riesgo es una información de naturaleza limitada para el inversor de renta variable por cuanto la misma no incluye las cotizaciones de las acciones, ni la capitalización del mercado. No obstante, según estudios empíricos en mercados más maduros, los cambios en el rating de la deuda de una empresa se reflejan -bajo determinadas circunstancias- en los precios de las acciones de la empresa emisora.

El proceso de rating se aplica cualquiera sea la naturaleza jurídica de la empresa, pública o privada. Del mismo modo se pueden calificar casi todos los tipos de obligaciones de riesgo a corto y largo plazo asociados a la inversión, así como: certificados de depósito, bonos, pagarés de empresa, préstamos sindicados, titulaciones hipotecarias, acciones preferentes, cartas de crédito, fondos de inversión en el mercado monetario y en renta fija. Incluso puede calificarse el riesgo que representa la capacidad de pago de siniestros por parte de las compañías de seguros.

Las calificaciones crediticias pueden estar referidas tanto a emisiones en moneda local, como a emisiones en divisa. En este último caso la calificación no debe entenderse como una recomendación de la divisa a invertir, ni es -como es de suponer- una cobertura del riesgo de cambio de tales emisiones.

El concepto de rating está asociado, también, al de riesgo-país. El rating asignado a una emisión de deuda de un Estado soberano, o garantizado por el Estado soberano, constituye el límite superior de todo rating que debe asignarse a emisiones de empresas con sede social en

dicho país, pues la capacidad de cumplimiento de un emisor depende, en última instancia, de la estabilidad político-económica del país al cual pertenece².

El rating es un concepto amplio que incluye la valoración de aspectos propios de la empresa como del sector al cual pertenece. El análisis interno estudia el riesgo financiero o cuantitativo a través de los siguientes ratios³:

- **ratios de rentabilidad:** margen por operaciones, rendimiento del capital permanente y cobertura de intereses.
- **ratios de estructura del capital:** deuda a largo sobre capitalización, deuda total sobre capitalización y apalancamiento total.
- **ratios de liquidez y flexibilidad financiera:** cash-flow sobre deuda a largo plazo, "acid test", rotación de clientes y activos tangibles sobre deuda a largo.

El análisis externo estudia el riesgo de negocio o cualitativo e incluye la situación del sector, la política del gobierno frente a ese sector y la situación propia de la empresa.

Una vez concedido el rating, el mismo se publica en los medios de comunicación, excepto cuando el emisor tiene los derechos de publicación (Ratings y Análisis nº 2, 1993b; pág. 17).

Las calificaciones no son definitivas, y deben revisarse anualmente o en periodos de tiempos más cortos, más aún si se presentan cambios que encuentran su origen en problemas de gestión interna. Las clasificaciones pueden ser modificadas al alza, a la baja o incluso pueden estar en las llamadas "credit watch" o listas de vigilancia, listas reservadas para situaciones donde se espera información definitiva para la calificación, como futuras fusiones, recapitalización, etc.

² Las emisiones de los bonos "matador" -tan importantes para la financiación de proyectos españoles- cuanta entre sus principales atractivos el que los prestatarios estén calificados con la triple A, ya que entre ellos se encuentra el Banco Mundial, el Banco para la Financiación y el Desarrollo, la Comunidad Económica Europea, el Consejo de Europa.

³ Para un análisis más detallado ver Mochón Morcillo. F.: 1992; pág. 50.

No todas las empresas emisoras desean figurar en el rating cuando la calificación elaborada por las agencias está por debajo de lo que se conoce como **grado de inversión** (capacidad de pago adecuada, con mayor o menor vulnerabilidad frente a cambios en el entorno)⁴. Si los elementos de juicios aportados por las empresas dan por resultado una calificación por debajo de los primeros niveles, la emisora puede evitar que tal rating se haga público, a menos que exista interés en que figure dentro de los niveles del **grado especulativo** (capacidad de pago incierta, con mayor o menor vulnerabilidad e incertidumbre frente a cambios en el entorno). En estas circunstancias el emisor deberá ofrecer mayores garantías (bancarias o de compañías de seguros). Las empresas tienen la posibilidad de aportar más elementos de juicio para una nueva evaluación⁵.

En los mercados norteamericanos se ha estudiado el grado de correspondencia entre el dato teórico -la calificación- y el dato real -cumplimiento del emisor-. Standard & Poor's (Iberating; 1993a; pág.8) analizó las calificaciones otorgadas a 3.000 empresas industriales, entre los años 1981 a 1991. Sólo se dio un 4,6% de incumplimiento entre los emisores que habían sido calificados, en su día, entre los distintos niveles del grado de inversión, concentrándose los incumplimientos entre los emisores con calificaciones inferiores a "A". Cuando la calificación original estaba en los niveles especulativos, el porcentaje de incumplimiento rondaba el 33%.

Moody's realizó una contrastación semejante (Dallas; 1993; pág. 290) referida a un período de 20 años (1970-1989) y sobre sus propias calificaciones. En este caso los resultados fueron: 5,2% de incumplimiento en los niveles de inversión y 22,9% en los niveles de especulación. De las calificaciones otorgadas durante ese período de tiempo dentro del grado de inversión, sólo una empresa, a quién, en su día se le otorgó "A", no cumplió con la devolución del capital y pago de interés de una deuda a largo plazo.

⁴ Históricamente los bancos, cajas de ahorro o compañías de seguros, a la hora de invertir, denominaban a las inversiones de este nivel como de "grado de inversión" porque era aconsejable su elección.

⁵ Un análisis detallado del significado de las distintas calificaciones puede consultarse en Joaquín López Pascual: Actualidad Financiera: N° 25 (Junio de 1993) y N° 38 (Octubre de 1993).

Puede observarse que ambas agencias llegaron a conclusiones semejantes. Los niveles de inversión presentan un cierto grado de riesgo de impago que es inferior al que presentan los niveles de especulación.

3. NECESIDAD Y EFECTOS DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

El rating es principalmente útil para el prestamista y prestatario, aunque también lo es para los bancos e intermediarios.

1. Para el prestamista porque tiene a su alcance una información pública que le permite conocer el grado de capacidad crediticia del prestatario. Más importante aún es el hecho de conocer el riesgo y la liquidez del activo financiero en el que invierte.

Para el pequeño inversor, calificar y valorar la deuda individualmente no es tarea fácil. La falta de conocimientos, la disponibilidad y complejidad de la información a analizar, son algunas de las razones que se lo impiden, con lo cual la información suministrada por el rating muy importante cuando no única. Para un gran inversor, o inversor institucional, el rating es un dato más a sumar a la información obtenida por sus propios departamentos de análisis (de la Mota y García: 1993, pág.5).

2. Para el prestatario, emisor de la deuda, el contar con una calificación crediticia -mejor mientras más alta- le facilita la colocación de su deuda a un coste más bajo que el que debe soportar aquel emisor con menor calificación crediticia⁶.

⁶ En febrero de 1991 (The Economist, 1991, 30 de Marzo, pág. 78) se reclasificó a la baja el rating de una emisión de la multinacional Chrysler. Dicha emisión -1.1 billones de dólares- ofrecía tipos de interés asociados a la calificación crediticia. La caída del rating supuso un aumento en el tipo de interés de la deuda, lo que le representó a la compañía una pérdida de 38 millones de dólares.

El prestatario afronta el mayor coste⁷, principalmente cuando es él quien solicita el rating, ya que también puede ser solicitado por el propio inversor, por los intermediarios financieros, o por los aseguradores de la emisión. Ciertas agencias sólo hacen ratings solicitados por el emisor, lo que les permite contar con el máximo de colaboración e información, a la vez que son más exactos en la calificación.

El emisor de la deuda tiene especial interés en que la calidad de su deuda sea conocida, no sólo por los inversores, sino además por los otros emisores que acuden al mercado.

Ante la hipotética situación en que existen sólo tres emisores de renta fija en un mercado determinado, si sólo uno de ellos ha hecho calificar la emisión obteniendo una triple-A, los inversores invertirán en esa deuda. Los otros emisores querrán también conocer el posicionamiento de su deuda, pues de no hacerlo se acepta implícitamente que la misma es de peor calidad que la que tiene una alta calificación crediticia, con lo que los inversores esperarán mayor remuneración de sus activos⁸. Sólo no desearán calificar la deuda aquellos emisores que saben que tienen un alto riesgo de cumplir con su emisión.

La **información asimétrica** -tanto de los inversores como de los demás emisores del mercado- lleva al proceso de rating que, realizado por una empresa independiente que emite un juicio objetivo, tiende a dar más transparencia al mercado a la vez que se obtienen precios de transacción más justos. Así, mientras más actúen en un mercado las agencias calificadoras, más significativos serán los diferenciales de tipos de interés entre los distintos emisores.

Si bien el rating satisface las necesidades antes comentadas de los distintos agentes, tiene, entre otros, los siguientes efectos: **diferenciación de tipos de interés** según la calidad del emisor.

La calificación crediticia permite señalar y cuantificar los riesgos asociados a las distintas emisiones de deuda fija, dando origen al desarrollo de distintos segmentos del mercado. Así, los inversores más

⁷ Los honorarios internacionales varían entre los 10.000 a 100.000 dólares.

⁸ La presencia en el euromercado de emisores con no buena reputación crediticia, ha llevado a los grandes emisores a calificar su deuda para diferenciarse de los primeros (de la Mota y García: 1993; pág. 9)

arriesgados se especializan en segmentos de alta rentabilidad ("high yield debt market"), siendo los principales adquirentes de los bonos basura ("junk bonds") emitidos por empresas con una situación financiera débil y calificadas entre los niveles del grado especulativo.

La correspondencia entre los tipos de interés ofrecidos en bonos industriales estadounidenses y la calificación crediticia ha sido objeto de estudio por parte de Standard & Poor's para el periodo 1988-1992. Dentro de los niveles de inversión, el rendimiento ofrecido difiere en apenas dos puntos del rendimiento de la deuda pública estadounidense "libre de riesgo". Mientras que, para el caso de emisiones con calificaciones del nivel de especulación, el diferencial ha llegado, en ocasiones, a 10 puntos porcentuales (de la Mota y García: 1993, pág. 8).

Otro efecto del rating es la influencia que puede ejercer como **factor de información en el mercado bursátil**.

Un alto nivel de endeudamiento a un coste superior a la rentabilidad económica de la empresa emisora, deteriora la rentabilidad financiera de la misma, comprometiendo la futura capacidad de pago de la deuda y sus intereses, lo que puede motivar un cambio de rating. Si tal cambio de rating -al alza o a la baja- se hace público, la respuesta del mercado se reflejará en el precio de otros activos financieros emitidos por la empresa calificada. Quizá la situación inversa no se refleja en el valor de las acciones. Si una empresa mejora su calificación crediticia, esta información puede no elevar proporcionalmente al alza la cotización de las acciones.

Autores como Hsueh, L. y Liu, A. (1992) han estudiado, en el mercado estadounidense, el impacto del anuncio del cambio de rating sobre el valor de las acciones de la empresa emisora de la deuda. Según estos autores deben considerarse dos aspectos: la incertidumbre del mercado y la cantidad de información disponible en el mismo.

A mayor incertidumbre los anuncios de cambios de rating transmiten más información. La cantidad de información disponible en el mercado acerca de la empresa emisora hace que los anuncios de cambios de ratings sean más o menos impactantes. Si se trata de una pequeña empresa con poca o escasa información, los anuncios de cambios de rating surten un impacto mayor que si se trata de grandes empresas para

las cuales los cambios significativos en su situación son conocidos en el mercado casi simultáneamente a los anuncios de cambios de rating, con lo que este último agrega poca información⁹.

4. AGENCIAS DE RATING EN EUROPA

En los mercados europeos se ha operado tradicionalmente con las agencias de mayor prestigio internacional y que son de origen estadounidense, Standard & Poor's Corporation (1860) y Moody's Investors Services Inc. (1900)¹⁰. Es recién a finales de los años setenta cuando aparece la primera agencia de rating europea.

En 1978 nace en **Gran Bretaña** IBCA-Interbank Company Analysis, que encuentra un segmento muy concreto de evaluación como es el de entidades financieras -aunque también realiza calificaciones crediticias empresarias-. En 1981 se crea ISI (Insurance Solvency International Limited) propiedad de Standar & Poor's y dedicada a la calificación de riesgos de empresas del seguro.

En 1986 se crea en **Francia** Agence d'Évaluation Financière Société Anonyme -50% de propiedad de Standard % & Poor's- y, en 1990, Euronotation France, propiedad de Privado & Inversores, posteriormente fusionada con IBCA.

En 1988 en **Noruega**, nace Nordisk Rating AB -propiedad de Standar & Poor's-. También en este año nace en **Portugal** la Companhia Portuguesa de Rating Sociedade Anonima, propiedad de Entidades Financieras.

⁹ El reciente caso Bancsto ejemplifica esta situación en el mercado español. Sólo mediaron escasos días entre la intervención del Banco de España y el anuncio de un cambio de rating a la baja por parte de una de las agencias de rating. Los cambios de ratings anunciados por las otras dos agencias fueron posteriores a la suspensión de la cotización en bolsa.

¹⁰ En EE.UU. existen otras agencias de rating tales como Fitch, Duff & Phelps. Esta última al asociarse recientemente con una competidora ha ganado una importante cuota de mercado. No obstante son S & P y Moody's las más reconocidas mundialmente. Standard & Poor's ha entrado rápidamente en el creciente mercado europeo, a través de participaciones y compras de empresas.

La presencia de agencias de rating en el euromercado a partir de los años ochenta responde, entre otras, a las siguientes razones:

- internacionalización de los mercados de capitales: los emisores acuden cada vez más a colocar su deuda en otros mercados, donde la calificación crediticia es más necesaria;
- proceso de desregulación de los mercados europeos, lo que ha traído como consecuencia un crecimiento inmediato de los mercados de capitales de renta fija;
- estrechez y falta de madurez de las bolsas hasta dicha fecha;
- necesidad de contar con especialistas que hicieran una correcta evaluación, por tener una estructura e información determinada, no siempre fácil de analizar;
- desaparición paulatina de los bancos como intermediarios entre los emisores y tomadores de deuda (desintermediación)¹¹;
- requisito legal de contar con calificación crediticia ante la emisión de determinados tipos de deuda¹².

5. LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO EN ESPAÑA

En 1992 nacen en **España** tres agencias de calificación crediticia, ellas son¹³:

¹¹ Los bancos abandonan paulatinamente su función de intermediarios, lo que les hace asumir ciertas responsabilidades ante el cliente en caso de incumplimiento del emisor. Estos riesgos han sido puestos en evidencia ante casos de quiebras de grandes empresas que colocaron deuda a través de bancos.

¹² En Europa el país que más exige la calificación crediticia es Francia, cuando se trata de pagarés de empresas con vencimiento a más de dos años y de financiaciones estructuradas, como es el caso de las titulaciones hipotecarias (Dalas, 1993; pág. 291).

¹³ Ver Mochón Morcillo, F. (1991); pág. 57. Hasta entonces sociedades tales como Stock Rating, Renta 4, e incluso el mismo Banco Bilbao Vizcaya, elaboraban ratings para emisiones nacionales. La no existencia de agencias calificadoras llevó a que la CNMV exigiera más información (registro obligatorio de los emisores) y garantías (las entidades directoras de las emisiones son responsables de la información suministrada en los folletos de emisión), igualmente las aseguradoras deben informar acerca de las condiciones y alcance del seguro constituido.

- IBCA Ratings España, S.A. propiedad de IBCA Limited en un 87%, el resto pertenece a la Bolsa de Barcelona, Asociación de Instituciones de Inversiones Colectivas, Inverseguro y miembros del Instituto Español de Analistas Financieros.
- Iberating, S.A. propiedad de S & P en un 25%; CESCE 22%; ICO 20%; Bolsa de Madrid 21%; Bolsas de Bilbao y Valencia 6% cada una¹⁴.
- Moody's Investor Service S.A., propiedad de Moddy's.

La participación de las bolsas españolas en las agencias de rating responde, en gran medida, a la necesidad de impulsar el mercado de renta fija de reciente creación. Mientras que la participación de instituciones públicas obedece al hecho de ser ellas las principales emisoras de este tipo de títulos.

En España, tradicionalmente han sido las compañías eléctricas, bancos, cajas de ahorros, y algunas empresas públicas (INI, Renfe, ICO), las que han solicitado calificación crediticia, principalmente cuando han emitido deuda exterior. Cuando se ha tratado de emisión de deuda local no ha existido tradición de solicitar "rating".

A continuación se hace una breve revisión de la estructura actual y del pasado reciente del mercado español de renta fija, que por su tamaño ocupa el cuarto lugar entre los mercados europeos, y al que preceden los mercados de Reino Unido, Francia y Alemania.

5.1 Emisiones Públicas y Privadas de renta fija

Según datos de la CNMV, en 1991 el volumen total de las emisiones de renta fija fue de 15,2 billones de ptas, donde la deuda pública (12,3 billones de ptas) fue casi 4,5 veces superior a la deuda privada (2,9 billones de ptas). En 1992 el volumen total de renta fija fue

¹⁴ S & P -además de ser el socio mayoritario de Iberating- dispone de una opción para hacerse, en el futuro, con el capital de la sociedad. En este caso la metodología y criterios de trabajos son aportados por S & P, al punto de que no trasciende, al resto de los socios, la información suministrada por el cliente, con lo que se mantiene la independencia de la agencia calificadora.

de 17.2 billones de ptas, la deuda pública fue 5 veces superior a la deuda privada. Este año se emitió un 13% más de renta fija en relación a 1991, siendo el incremento de la emisión de deuda privada del 18%.

Estas cifras demuestran que en España el mercado de renta fija está dominado por las emisiones públicas, que ofrecen un atractivo tipo de interés libre de riesgo.

Es oportuno señalar algunas de las razones por las cuales, hasta la fecha, no se ha desarrollado el mercado de renta fija privada.

- Tradicionalmente las empresas han buscado financiación a través de la ampliación de capital y a través de los bancos.
- El sistema fiscal ha sido poco propicio, tanto para la inversión extranjera, como para el inversor local, comparado con otras inversiones que se han visto beneficiadas por la normativa impositiva.
- Los altos tipos de interés (nominales y efectivos) que debían ofrecerse, suponían un listón muy alto establecido por los bancos, lo que no hacía atractivo buscar financiación vía emisión de bonos o pagarés.
- Falta de liquidez del mercado secundario.

5.2 Evolución de las emisiones de renta fija

Cuadro N°1: EMISIONES Y OFERTAS REGISTRADAS EN LA CNMV (miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992
Renta Fija	1.884,8	2.872,2	3.415,0
Cédulas Hipotecarias	272,7	305,1	277,9
Bonos y obligac. no convertibles	579,6	713,9	594,9
Bonos y obligac. convertibles	114,9	121,4	105,3
Ofertas Pbcas de venta de obligac.	0,0	0,0	5,3
Emisiones y programas de pagarés	917,5	1.731,8	2.431,6

Fuente: CNMV-Informe Anual 1992

Tres empresas (grandes emisores) (INI, Telefónica y Renfe) emitieron la cuarta parte de las nuevas emisiones de renta fija registradas en 1992. Dato que demuestra la gran concentración de los mercados primarios de renta fija.

- a) Emisiones a largo plazo: Los primeros tres apartados constituyen emisiones a largo plazo (cédulas hipotecarias, bonos y obligaciones). Las cédulas hipotecarias presentaron un gran crecimiento en el año 1991 respecto del 1990, para volver a situarse, en 1992, en los niveles de 1990. El principal emisor fue el Banco Hipotecario de España y las cajas de ahorro (Caja de Ahorro y Monte de Piedad de Madrid y Caja Postal).

En cuanto a los bonos y obligaciones no convertibles, también hubo un ascenso en 1991 y posterior descenso en 1992. Los principales emisores fueron Endesa, Sevillana, Redesa, Renfe, INI, RTVE, Telefónica, entre otras.

Telefónica fue la mayor emisora individual con un 21% del registro, no obstante hubo un descenso en su actividad emisora, lo que influyó significativamente en los niveles del año 1992.

Las empresas eléctricas emitieron el 31% del total, lo que encuentra su origen en la necesidad de financiación de las empresas debido a la reestructuración que vive el sector.

- b) Emisiones a corto plazo: Puede observarse que la emisión de pagarés aumentó en 1992 en 40% respecto del año anterior, hecho que se explica debido a la entrada de nuevos emisores, entre los que destacan las compañías financieras vinculadas a bancos y el Instituto de Crédito Oficial (ICO). El mercado español de pagarés de empresas es el cuarto del mundo.

La creciente presencia de inversores extranjeros en el mercado español es otro factor que impulsará el desarrollo del rating, puesto que dentro de sus políticas de inversión está la de invertir en empresas con calificaciones dentro de los niveles de inversión.

El proceso de desintermediación financiera que tuvo lugar en los mercados europeos también se ha visto reflejado en España. Leyes tales como la de "Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria"; "Titulación Hipotecaria"; Real Decreto de "Emisiones y Ofertas Públicas de Venta de

Valores" han apoyado tal proceso de desintermediación, último paso para el desarrollo del mercado de valores.

En relación al requisito legal de contar con calificación del riesgo ante la emisión de determinados títulos, la novedad la introduce la Ley 19/1992 del 7 de julio sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliarios y fondos de titulación hipotecaria que regula los "Fondos de Titulación Hipotecaria"¹⁵, que en su artículo 5º, apartado 8 dice que el "riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora (rating) reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores" y la calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión" (CNMV; Informe anual 1992).

5.3 Algunos resultados de rating

En este punto se comentan las calificaciones crediticias realizadas por dos de las empresas que operan en el mercado español: Iberating S.A. e IBCA España. Iberating lleva hasta la fecha publicados dos informes semestrales, Junio y Diciembre de 1993. El mismo presenta ratings de emisiones en divisas y ratings de emisiones en moneda local.

El gráfico nº 1 presenta los ratings en divisas a Diciembre de 1993. En relación a Junio de 1992, las calificaciones a largo plazo han ascendido a 25 emisores -9 empresas públicas, 5 privadas y 11 bancos- las calificaciones están concentradas entre AA y A (no existe ninguna A+). Las calificaciones a corto plazo ascendieron a 31 emisores -7 empresas públicas, 2 privadas y 22 bancos. Las mismas van entre A-1+ y A-2¹⁶.

¹⁵ "Tienen como objetivo primordial propiciar la reducción del coste de los préstamos hipotecarios, por medio de su movilización en emisiones de valores de renta fija homogéneos y susceptibles de ser negociados en mercados organizados" (CNMV; Informe anual 1992). Ver J. López Pascual (1993a) pág. 424.

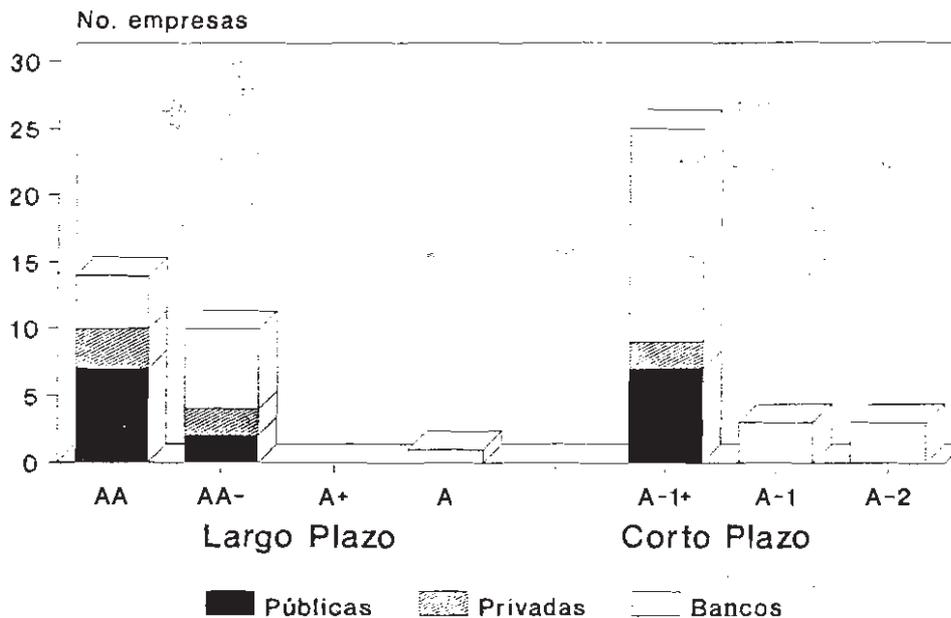
¹⁶ La deuda calificada con AA posee una capacidad muy fuerte en el pago de intereses y reintegro del principal, difiriendo ligeramente de las emisiones con rating superior.

El gráfico nº2 presenta los ratings en moneda local a Diciembre de 1993 para emisiones a largo y corto plazo. A largo plazo son calificadas con triple-A el Reino de España, el INI y RTVE. La Comunidad Autónoma del País Vasco y Vizcaya con doble-A, todas empresas públicas.

En relación con las calificaciones efectuadas a Junio de 1993 no ha existido cambio alguno sobre los 19 emisores a largo plazo, mientras

Gráfico nº 1:

Iberating Ratings en divisas



Fuente: "Ratings y Análisis" Nº 2 1993

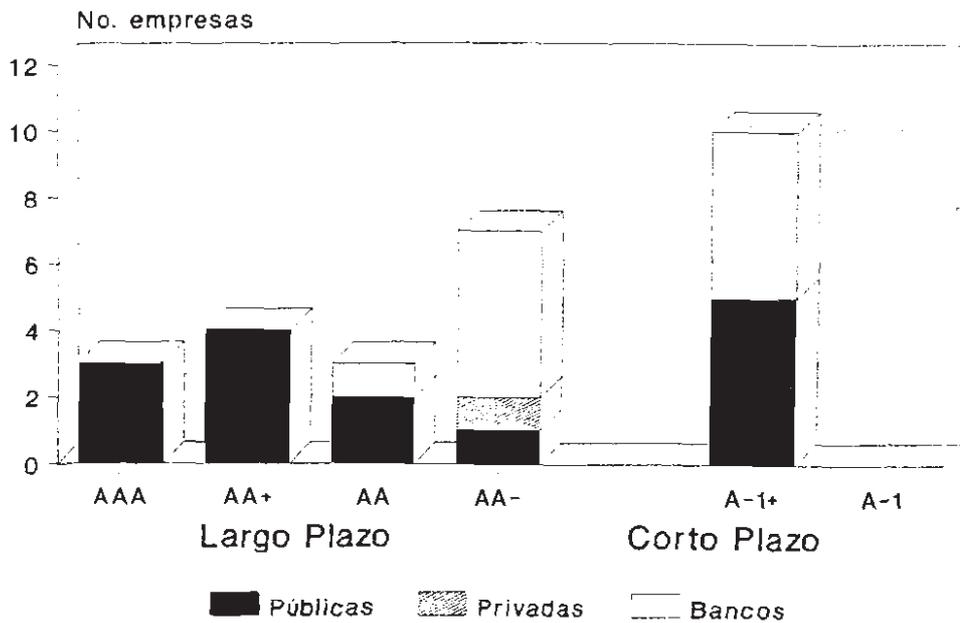
"Los ratings comprendidos entre las categorías "AA" y "CCC" podrán modificarse mediante adición de un signo positivo o negativo que indica su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación".

"A-1: Esta categoría máxima indica que el grado de seguridad del pago puntual es fuerte. Aquellas emisiones consideradas están provistas de características de seguridad extremadamente altas que se designan con la adición de un signo positivo (+). A-2: La capacidad de pago puntual por parte de las emisiones con esta designación es satisfactoria (Ratings y Análisis; Nº1).

que, se han presentado tres reclasificaciones de rating a la baja en las emisiones a corto plazo.

Gráfico nº 2

Iberating Ratings en moneda local



Fuente: "Rating y Análisis" Nº 2 1993

Rating Bancario

IBCA es la agencia de rating que se dedica a la calificación de la deuda de entidades bancarias, no obstante actualmente también está calificando a empresas de otro sector. En España esta agencia ha calificado a 22 bancos y cajas de ahorros desde 1988. Se cuenta con las calificaciones de las emisiones a largo plazo de 13 entidades financieras, y de las emisiones a corto plazo de 15 entidades financieras.

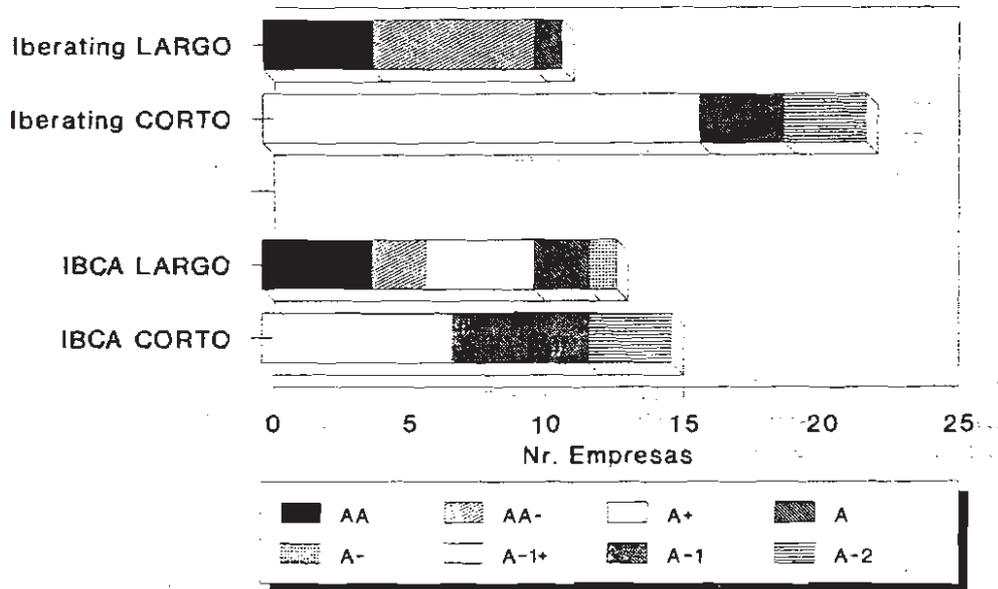
El gráfico nº 3 hace una comparación de las calificaciones crediticias realizadas por ambas agencias. Existe más coincidencia en las calificaciones de emisiones a corto plazo que en las calificaciones a largo

plazo. Siete entidades financieras son evaluadas doblemente por ambas agencias.

Gráfico nº 3:

Rating Bancario

Agencias:



Fuente: IBCA e Iberating

Para conocer la evolución de las evaluaciones en estos últimos 5 años, el cuadro nº 2 presenta una matriz de cambios en las calificaciones bancarias de IBCA a largo y corto plazo.

Puede observarse que a largo plazo se presentan tres alzas (todas corresponden a los meses Marzo y Junio de 1990); mientras que las tres bajas corresponden a revisiones realizadas a partir del año 1991.

Las revisiones de las emisiones a corto plazo suman cuatro: tres revisiones a la baja (Septiembre de 1992 y Noviembre-Diciembre de 1993), y una revisión al alza (Mayo de 1993).

Cuadro nº 2:

Matriz de cambios de Ratings de Emisiones a Largo Plazo

Nuevo Rating	Rating Anterior							Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	
AAA								
AA+								
AA			1	3				4
AA-			1	1				2
A+				1	3			4
A						2		2
A-						1		1
TOTAL			2	5	3	3		13

Fuente: Elaboración propia

Matriz de cambios de Ratings de Emisiones a Corto Plazo

Nuevo Rating	Rating Anterior				Total
	A-1+	A-1	A-2	A-3	
A-1+	6	1			7
A-1		5			5
A-2		3			3
A-3					
TOTAL	6	9			15

Fuente: Elaboración propia

6. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El creciente desarrollo del mercado español de renta fija, el proceso de desintermediación financiera recientemente iniciado; la aparición en el mercado de títulos de estructuras cada vez más complejas, como son, por ejemplo, las titulizaciones hipotecarias; la novedad introducida por la ley 19/1992 de 7 de julio, son entre otras, algunas razones particulares por las que, se ha impulsado el proceso de rating como una herramienta útil de información para el inversor, emisor e intermediarios financieros en el mercado español de renta fija. Mientras

que, entre las razones generales por las cuales existe el rating, puede mencionarse la asimetría de la información en poder de los agentes.

El rating, además de aportar información al mercado -acerca de la capacidad del emisor de hacer frente a la devolución del capital y los intereses-, da a éste un perfil distinto pues, mientras más actúen en el mismo las agencias de calificaciones, más significativos serán los diferenciales de tipos de interés entre los distintos emisores. Indirectamente, el rating completa la información que capta el mercado, y en ocasiones -los cambios del mismo- se reflejan en la cotización de las acciones de las empresas emisoras, hecho que ha sido demostrado en estudios empíricos realizados en mercados más maduros.

Desde 1992 existen en España tres agencias calificadoras, que ya han publicado ratings de grandes emisores y ratings bancarios. Los resultados de las evaluaciones realizadas por dos de estas agencias han sido comentados en este trabajo.

BIBLIOGRAFIA

- CHARLTON, M. y PRESCOTT, C., *Las agencias de calificación: Su desarrollo y su contribución a los Mercados Financieros*, Papeles de Economía Española, nº 54, pp. 268/285, Madrid, 1993
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Informe Anual 1992
- DALLAS, G., *Las agencias de calificación y el Mercado de Renta Fija*, Papeles de Economía Española, nº 54, pp. 286/295, 1993, Madrid.
- ECONOMIA Y FINANZAS. *Iberating: medir el riesgo de invertir*, J.M.P., pág. 44, Septiembre 1993, Madrid.
- EUROMONEY. *When anything less than triple-A is not enough*, pág. 52, Febrero 1993, Londres.
- HSUEH, P. & LIU, A., *Market Anticipation and the Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices*, Journal of Business Research 24, pp. 225-239, 1992, Nueva York.
- IBERATING STANDARD & POOR'S. *Ratings y Análisis España*, nº 1, Junio 1993a, Madrid.
- IBERATING STANDARD & POOR'S. *Ratings y Análisis España*, nº 2, Diciembre 1993b, Madrid.
- LOPEZ PASCUAL, Joaquín. *El Rating: un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros*, Actualidad Financiera, nº 25, Junio 1993a, Madrid.
- LOPEZ PASCUAL, Joaquín. *Las agencias de rating y el significado de sus calificaciones*, Actualidad Financiera, nº 38, Octubre 1993b, Madrid.
- MOCHON MORCILLO, Francisco. *El mercado de pagarés de empresa*, Papeles de Economía Española, nº 49, pp. 57-64, 1991, Madrid.
- MOCHON MORCILLO, Francisco. *El papel del "rating" en la financiación de la empresa internacional*, ICE, nº 704, pp. 43-50, 1992 Madrid.
- MOTA GOMEZ ACEBO de la, J. y GARCIA SEIJO, J. J., *Riesgo, decisión, ... ¿para qué sirven los ratings?*, Bolsa de Madrid nº 9, Marzo 1993, Madrid.
- ONTIVEROS, E., BERGES, A., MANZANO, D. y VALERO, F., *Mercados Financieros Internacionales*, Capítulo XIII, Espasa Calpe, 1990, Madrid.
- THE ECONOMIST, *Credit-rating agencies-Beyond the second opinion*, 30 de Marzo de 1991, Londres.
- WANSLEY, J., GLASCOCK, J., CLAURETIE, T., *Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes*, Journal of Business Accounting & Finance, Vol. 32 nº 1, pp. 733-750, 1992.