

LAS AGENCIAS DE CALIFICACION: SU DESARROLLO Y SU CONTRIBUCION A LOS MERCADOS FINANCIEROS

Michael CHARLTON y Charles PRESCOTT

I. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS (RATINGS)

LAS calificaciones crediticias (*ratings*) representan una valoración del riesgo de que un emisor o prestatario no efectúe sus pagos de intereses y principal integra y puntualmente. Como tal, son una opinión que los inversores emplean como un medio sencillo de identificación de distintos niveles de calidad crediticia, que ayuda al inversor a tomar sus decisiones de inversión.

El asesoramiento sobre el riesgo de crédito se puede aplicar a cualquier prestatario, desde las corporaciones multinacionales hasta los municipios, lo mismo que a organizaciones internacionales, estados soberanos y todo tipo de compañías grandes y pequeñas, cotizadas o no en los mercados de valores. Se puede calificar prácticamente toda clase de obligaciones, incluidos los depósitos bancarios, los bonos y pagarés de empresa, los préstamos sindicados, las titulaciones hipotecarias, las acciones preferentes y las cartas de crédito.

La calificación crediticia (*rating*) se puede establecer para cualquier obligación a corto o largo plazo, tanto en el caso de la deuda *senior* no garantizada como para un instrumento concreto. Es importante distinguir entre estos dos tipos de calificación, en tanto en cuanto la primera se basará fundamentalmente en la actuación y estabilidad financiera de la compañía mientras que la segunda puede ser reforzada, por ejemplo mediante garantía de una entidad con un perfil de solvencia más fuerte, o

disminuida, por ejemplo en caso de subordinación.

Las agencias de calificación crediticia facilitan información sobre el riesgo de crédito mediante la utilización de una escala de símbolos que son indicativos del grado relativo de riesgo a largo o corto plazo asociado con la inversión, y que se pretende que sean comparables a escala internacional y entre distintos sectores industriales (véase cuadro n.º 1). Así, si dos obligaciones han recibido la misma calificación, ello indicaría que su riesgo de crédito percibido es similar, con independencia de la nacionalidad del prestatario y de la actividad que desempeñe. Las calificaciones pueden servir para valorar el riesgo de crédito dentro del proceso de adopción de decisiones de inversión. No son, sin embargo, recomendaciones de compra, venta o mantenimiento de determinados títulos.

La calificación no tiene en cuenta factores tales como la tasación de la obligación, las fluctuaciones en la moneda de emisión o las necesidades de riesgo del inversor. No obstante, la valoración del riesgo de crédito es parte fundamental y esencial de la decisión de inversión, y las calificaciones crediticias constituyen un elemento importante del proceso de desintermediación, mediante el cual el emisor de deuda obtiene fondos de los mercados financieros.

Las calificaciones se asignan tras un análisis pormenorizado de la situación financiera y económica del emisor o prestatario. El proceso de calificación comprende entrevistas con directivos de la compañía y el

examen de datos suministrados por la dirección, así como de informaciones públicas fidedignas. Sin embargo, el proceso de calificación no constituye una auditoría o verificación de los datos empleados.

Las calificaciones son objeto de un seguimiento continuo por parte de analistas, y en todo momento pueden ser modificadas a la baja o al alza o colocadas en una lista de vigilancia (*rating watch*). La agencia IBCA visita a los directivos de las compañías y lleva a cabo una revisión completa de todas sus calificaciones al menos una vez al año. La modificación de las calificaciones suele ser gradual, e IBCA es firmemente partidaria de mantener su estabilidad, por considerar que la continua recalificación al alza o a la baja del mismo instrumento o entidad no favorece ni a los emisores ni a los inversores. Hay casos, sin embargo, en los que un cambio de accionistas o entorno económico, una situación política turbulenta o la divulgación de nuevos datos obliga a modificar la calificación o a situarla en la lista de vigilancia en tanto no se disponga de más información que permita determinar si debe ser mantenida.

Una cuestión importante es que en una calificación a largo plazo se habrán tomado en cuenta los ciclos económicos identificables en relación con el sector de actividad del emisor; de suerte que, dejando a salvo factores individuales o cambios excepcionales y permanentes del sector, la calificación no debería estar afectada significativamente por las variaciones cíclicas normales.

Muchos inversores, bancos y compañías aseguradoras entre otros, emplean sus propias valoraciones internas del riesgo de crédito como base de sus decisiones de inversión. Sin embargo, a medida que aumenta la credibilidad de una agencia de calificación crediticia, los inversores se inclinan más a aceptar sus opiniones. Ese reconocimiento da una medida de la objetividad de la agencia, su independencia y su historial. Esa aceptación por parte del mercado se considera una de las ventajas más

importantes de la agencia, ya que es su credibilidad continuada lo que le permite operar en su entorno comercial. Por lo tanto, la experiencia y el acierto de los analistas a la hora de asignar la calificación correcta, de modo que ni la falta de realismo lleve a situarla demasiado alta ni el exceso de cautela demasiado baja, son decisivos para mantener la aceptación del mercado. La credibilidad depende también de que la agencia de calificación sea independiente de propietarios que pudieran dar origen a un conflicto de intereses. Cualquier falta de autonomía que se observe puede crear desconfianza en la validez de las calificaciones por parte del inversor.

II. EL DESARROLLO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACION

Orígenes y crecimiento

La ingente expansión geográfica y económica de los Estados Unidos de América durante el siglo XIX aceleró el desarrollo de los mercados de capitales del país, tanto de renta variable como de deuda, para satisfacer la necesidad de capital de la economía. En Europa, la estructura financiera existente bastaba para atender a la demanda interior de fondos, pero en Estados Unidos la extraordinaria velocidad del proceso de crecimiento hizo que, junto al sistema bancario, se creara el mayor mercado de bonos del mundo.

En concreto, los inversores necesitaban conocer la situación finan-

ciera de las muchas compañías ferroviarias, que de hecho eran las que estaban llevando la revolución industrial a todo el país, y que se financiaban en gran medida mediante emisiones de bonos. Cuando se acabó el siglo, la práctica de los informes crediticios, destinados a informar a los inversores sobre los títulos de contratación pública, había dado paso a la calificación crediticia. Dos de las tres agencias constituidas en esa época —Standard and Poor's Corporation (S&P), fundada en 1860, y Moody's Investors Service Inc. (Moody's), establecida en 1900— son actualmente las mayores del mundo.

Las agencias de calificación se desarrollaron únicamente en Estados Unidos, hasta el punto de que todavía en 1970 todas seguían siendo estadounidenses. Desde entonces, la liberalización gradual y el crecimen-

CUADRO N.º 1

ESCALA INTERNACIONAL DE CALIFICACION (RATING)

IBCA		Moody's		Standard & Poor's	
A largo plazo	A corto plazo	A largo plazo	A corto plazo	A largo plazo	A corto plazo
ESCALA DE INVERSION					
AAA	A1+	Aaa	P1	AAA	A1+
AA+	A1	Aa1	P1	AA+	A1
AA	A2	Aa2	P2	AA	A2
AA-	A3	Aa3		AA-	A3
A+		A1		A+	
A		A2		A	
A-		A3		A-	
BBB+		Baa1		BBB+	
BBB		Baa2		BBB	
BBB-		Baa3		BBB-	
ESCALA ESPECULATIVA					
BB+	B	Ba1	NP	BB+	B
BB	C	Ba2		BB	C
BB-	D	Ba3		BB-	D
B+		B1		B+	
B		B2		B	
B-		B3		B-	
CCC+		Caa1		CCC+	
CCC		Caa2		CCC	
CCC-		Caa3		CCC-	
CC		CC		CC	
C		C		C	
				D	

to de los mercados de capitales fuera de Estados Unidos han llevado a crear nuevas agencias de calificación: en la década de 1970 se formaron en Canadá, Japón y el Reino Unido, y durante los años ochenta y noventa aparecieron en Argentina, Australia, Chile, Corea, España, Filipinas, Francia, Hong-Kong, India, Malasia, México, Noruega y Portugal (véase el cuadro número 2). Pero incluso en Estados Unidos el crecimiento fuerte y el verdadero desarrollo de la actividad de calificación crediticia se han concentrado en los últimos veinte años.

Desgraciadamente, la necesidad de la calificación crediticia ha sido subrayada a menudo por las crisis financieras. Hasta 1970, muchos inversores en pagarés de empresa estadounidenses creyeron equivocadamente que esas emisiones eran tan seguras como las de deuda pública, y confiaron demasiado en el nombre y el patrimonio neto del emisor como indicación de su capacidad para cumplir sus obligaciones. En ese tiempo, sólo una agencia de *rating* calificaba pagarés de empresa: la National Credit Office, que más tarde se fusionó con Moody's. En 1970, la Penn Central Transportation Company quebró, incumpliendo sus obligaciones sobre una deuda de 82 millones de dólares en pagarés calificados como de primera calidad (*prime*). El resultado fue el desarrollo de un mercado de pagarés de empresa calificados en el que la financiación y liquidez del emisor serían decisivos.

El impago de México en 1982, seguido de cerca por la necesidad de renegociar la deuda pendiente prácticamente con todos los países de América Latina, dirigió tardíamente la demanda de los inversores hacia las calificaciones de emisores soberanos y bancarios, a medida que las inversiones antes consideradas de gran solidez, en países ricos en petróleo y bancos de primera categoría, empezaban a parecer menos seguras. Desde entonces otros muchos incidentes han reforzado la necesidad, para el inversor privado o institucional, de utilizar las calificaciones crediticias como parte del proceso

de decisión. Antes del impago de México se pensaba que un país no podía dejar de cumplir sus compromisos. La década de 1980, además de los problemas suscitados por los países menos desarrollados, presenció la quiebra del Continental Illinois, uno de los mayores bancos de Estados Unidos, y el hundimiento del *holding* registrado en Luxemburgo del Banco Ambrosiano, que operaba en Italia. Desde 1990 se han visto quiebras tan espectaculares como las de Polly Peck International, Bank of Credit and Commerce International, Maxwell Communication Corporation y Olympia and York. Bancos, fondos de inversión y toda clase de inversores se han visto muy perjudicados por esas quiebras, y está claro que la valoración del riesgo de crédito en general, y las calificaciones crediticias en particular, están pasando a ser una parte indispensable del proceso de inversión.

La internacionalización

La internacionalización de las calificaciones crediticias se observa en la expansión de las agencias en países y mercados exteriores a su base interna. Hasta hace poco tiempo, sólo los mercados de capitales estadounidenses operaban libremente, y siguen siendo, con mucho, los mayores del mundo. Fruto de ello fue que la habilidad en calificación crediticia se concentraran en un pequeño número de agencias de Estados Unidos. Esas agencias evolucionaron junto con sus mercados, y sólo poco a poco se fueron internacionalizando, mediante la calificación de deuda emitida por organizaciones extranjeras que deseaban acceder a los mercados estadounidenses en busca de fondos que en sus países no existían o resultaban más caros.

La calificación de deuda emitida por entidades extranjeras siguió siendo una ocupación relativamente marginal; pero, mientras que otras agencias estadounidenses seguían atendiendo, en gran parte, a los emisores del país, las dos de mayor tamaño—Moody's y Standard & Poor's—empezaron a calificar obligaciones emi-

tidas por entidades extranjeras. Dado que esas emisiones se destinaban a los mercados estadounidenses, el proceso de calificación se adaptaba a la medida de los intereses estadounidenses, prestando poca atención a los mercados nacionales de los emisores. Otros sistemas bancarios habían demostrado históricamente su capacidad para satisfacer las necesidades de financiación de sus clientes, y pudieron organizar entre sí mercados privados de colocaciones, no sujetos a regulación, para los emisores de deuda bien conocidos. En consecuencia, no hubo una demanda importante de calificaciones crediticias en Europa hasta la desregulación de los mercados europeos en la década de 1980.

Desde 1972, se ha establecido una serie de agencias de calificación para servir a los inversores que operan en los mercados de capitales nacionales que van desarrollándose en el Pacífico, Asia, América del Norte y del Sur, y Europa. Esas agencias han enfocado su actividad casi exclusivamente a la calificación de emisores y emisiones de deuda locales, y han acumulado conocimientos sustanciales del entorno local, pero muy pocas han podido extender su cobertura fuera de sus mercados nacionales.

El reconocimiento

No hay un procedimiento establecido por el que una compañía sea reconocida como agencia de calificación crediticia. Básicamente, sin embargo, hay dos tipos de reconocimiento: el del mercado y el oficial.

El reconocimiento del mercado únicamente se consigue cuando un número suficiente de inversores se fían de la opinión de la agencia y su credibilidad ha quedado establecida en los mercados financieros. Este reconocimiento no es fácil de lograr a corto plazo; y, dado que es uno de los factores más importantes para generar ingresos, puede ocurrir que una agencia recién constituida tenga serios problemas financieros en sus primeros años.

CUADRO N.º 2

LAS AGENCIAS DE CALIFICACION

Nombre	Compañía	País	Fundado	Propietario	SERVICIOS											
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
PCA	Calificadora de Riesgo P.C.A., S. A.	Argentina	1992	IBCA, CCAA & Inversores	No	Si	Si	Si	No	Si						
AR PTY	Australian Rating PTY Limited	Australia	1980	S & P	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
CBRS	Canadian Bond Rating Service Inc.	Canadá	1972	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
DBRS	Dominion Bond Rating Service Limited	Canadá	1976	Privado	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
AMMA	Aninat, Méndez, Merino y Asociados Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
CCAA	Clasificadores Asociados y Compañía Limitada Clasificadora de Riesgo	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si						
ECONSULT	Econsult Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si						
FELLER	Feller Schleyer Rating Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
HUMPHREYS	Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
RATE	Rate Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No
CI	Capital Intelligence Limited	Chipre	1982	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	No	No
IBCA	IBCA Ratings España, S. A.	España	1992	IBCA Limited	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
IBERATINGS	Iberatings, S. A.	España	1992	S&P, Entidades Públicas & Inversores	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
A.M. BEST	A.M. Best Company	Estados Unidos	1898	Privado	No	Si	No	Si	No	No	Si	Si	No	No	No	No
CATES	Cates Consulting Analysts Inc.	Estados Unidos	1969	Ferguson & Company	No	Si	No	Si	No	No	Si	No	Si	No	No	No
D & P	Duff & Phelps Inc.	Estados Unidos	1932	Privado & Inversores	No	Si	No									
FITCH	Fitch Investors Service Inc.	Estados Unidos	1913	Privado	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
IBCA	IBCA Inc.	Estados Unidos	1983	IBCA Limited	No	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	No	No
LACE	Lace Financial Corporation	Estados Unidos	1985	Privado	No	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	No	No
MOODY'S	Moody's Investor Service Inc.	Estados Unidos	1900	Dun & Bradstreet Corp.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
S & P	Standard & Poor's Corporation	Estados Unidos	1860	McGraw-Hill Inc.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
TBW	Thomson Bank Watch Inc.	Estados Unidos	1974	Thomson Corporation	No	Si	No	Si	Si	No	Si	No	Si	No	No	Si
VERIBANC	Veribanc Inc.	Estados Unidos	1981	Privado	No	Si	No	Si	No	No	Si	No	Si	No	No	No
CIB	Credit Information Bureau Inc.	Filipinas	1982	Entidades Financieras	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
ENF	Euronotation France	Francia	1990	Privado & Inversores	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
S&P ADEF	Agence d'Evaluation Financière Societe Anonyme	Francia	1986	S&P	No	No	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
CIS	Capital Information Services Limited	Hong-Kong	N/A	Entidades Financieras	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	No	Si	No	No	No
CRISIL	The Credit Rating Information Services of India Limited	India	1988	Entidades Financieras	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
JBRI	Japan Bond Research Institute	Japón	1975	Entidades Financieras	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
JCRA	Japan Credit Rating Agency, Limited	Japón	1985	Crupo Nikkei	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
MIKUNI	Mikuni & Co. Limited	Japón	1975	Privado	No	No	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
NIS	Nippon Investors Services Inc.	Japón	1985	Entidades Financieras	No	No	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si
KIS	Korean Investors Service Inc.	Korea	1985	Entidades Financieras	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	No	Si	No	No
NORDISK	Nordisk Rating AB	Noruega	N/A	S&P	No	No	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
MISA	Moody's Investor Service, S. A.	España	1992	Moody's	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
KMCC	Korea Management & Credit Rating Corporation	Korea	1983	Entidades Financieras	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No
NICE	National Information and Credit Evaluation Inc.	Korea	1986	Entidades Financieras	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	No	Si	Si	No
RAMB	Rating Agency Malaysia Berhad	Malasia	1990	Privado & Inversores	No	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
CAVAL	Calificadora de Valores S.A. de C.V.	México	1989	Privado	No	Si	Si	Si	No	Si						
CPR	Companhia Portuguesa de Rating Sociedade Anonima	Portugal	1988	Entidades Financieras	No	No	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
IBCA	IBCA Limited	Reino Unido	1978	Privado & Inversores	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
ISI	Insurance Solvency International Limited	Reino Unido	1981	S&P	No	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	No	No	No	No

- 1 - Oficinas en el extranjero
- 2 - Calificación de entidades emisoras de deuda
- 3 - Calificación de emisiones de deuda
- 4 - Calificación de entidades domésticas
- 5 - Calificación de entidades no domésticas
- 6 - Calificación a corto plazo
- 7 - Calificación a largo plazo
- 8 - Calificación de empresas aseguradoras
- 9 - Calificación de entidades financieras
- 10 - Calificación de entidades no financieras
- 11 - Calificación de riesgo país (soberano)

El reconocimiento oficial es importante en los países donde las autoridades exigen calificaciones para todas, o prácticamente todas, las emisiones de deuda. El único mercado importante que en estos momentos exige el reconocimiento oficial a esos efectos es el de Francia, pero esa práctica se ha implantado también en otros, como los de Chile y Malasia.

En Estados Unidos, el reconocimiento por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC) ha ido evolucionando desde la aprobación, en 1975, de una normativa sobre el capital neto de los *broker-dealers* estadounidenses. Esencialmente, el artículo 15.c.3-1 de la Securities Exchange Act exige que los *broker-dealers* mantengan mayores provisiones de capital para los títulos clasificados en las categorías inferiores por «organizaciones de calificación estadística reconocidas en el ámbito nacional» (*nationally recognized statistical rating organizations*, o NRSRO). En 1975, la SEC reconoció a Fitch, Moody's y Standard & Poor's. Desde entonces la denominación NRSRO se ha incluido en otras disposiciones, entre ellas el artículo 2.a-7 de la Investment Company Act, que regula la tenencia de fondos de dinero. Entretanto la SEC ha reconocido a otras NRSRO: Duff & Phelps, IBCA y Thomson. Análogamente, en el Reino Unido y Japón los reguladores del mercado han obligado a las agencias de calificación a solicitar el reconocimiento oficial, pero no se exige que toda emisión sea calificada.

En mercados de capitales nuevos y recientemente liberalizados, puede haber una tendencia natural a suponer que las agencias de calificación nacionales estén en mejores condiciones que las internacionales para evaluar el riesgo crediticio de un emisor de deuda del país. Ese planteamiento sólo sería realista si el mercado de capitales nacional fuera a seguir estando separado del resto de los mercados financieros del mundo. Además, el avance hacia mercados globales transparentes implica que los inversores del mundo se interna-

cionalicen. Un inversor extranjero quizá sea remiso a emplear las calificaciones locales si cabe alguna duda sobre la credibilidad y objetividad de la agencia local, y por lo mismo quizá no se decida a invertir, privando así a la economía local de una posible fuente de liquidez.

La agencia de calificación crediticia europea

IBCA se fundó en Londres en 1978, como especialista en el asesoramiento sobre el riesgo de la banca internacional, y desde entonces ha ampliado su actividad a la calificación crediticia de emisores bancarios y empresariales. Desde su constitución, IBCA ha asignado calificaciones a bancos de muchos países, y en la actualidad su cobertura abarca unas 400 instituciones financieras y grandes empresas en treinta países. Esto ha supuesto alcanzar un alto grado de conocimiento de las diferencias nacionales en prácticas contables, presentación y actitudes dentro del contexto internacional, en lugar de amoldarlas a un marco de referencia anglosajón. Ese esfuerzo, y su extensa base internacional de suscriptores, son los principales factores que han hecho de IBCA una agencia de calificación internacional, presente en el Reino Unido, Estados Unidos, Japón, España, Francia y Singapur.

Para lograr el éxito, una agencia de calificación tiene que labrarse una reputación de análisis profesional e independiente y, al mismo tiempo, contar con un mercado que favorezca el empleo de calificaciones. Aunque la actividad calificadora es una actividad de servicio, es difícil su inicio por el tiempo que se tarda en conseguir una reputación. Los inversores no aceptarán las opiniones de una agencia mientras no hayan tenido ocasión de evaluarla a lo largo de un ciclo económico por lo menos, quizá dos. Además, es esencial que la agencia sea claramente independiente de las presiones externas de inversores, emisores o accionistas. También es necesario que imponga y presente un alto nivel de compor-

tamiento ético, de modo que el mercado tenga la seguridad de que los datos confidenciales que son indispensables para el análisis crediticio se utilizan debidamente y con discreción. Aunque la agencia haya formado un equipo de analistas de alto nivel, no tendrá éxito si el mercado no acoge bien las calificaciones. En un mercado no desintermediado, en el que los bancos son los únicos prestamistas, son los departamentos de crédito de los bancos los que desempeñan el cometido de las agencias de calificación, y éstas no pueden prosperar. Cuanto mayor es el grado de desintermediación, y mayor, por lo tanto, el número de inversores, más importante es el papel de la agencia de calificación. También merece la pena señalar que el número de agencias de calificación que pueden existir en un mercado es claramente limitado. Para el emisor, el proceso de calificación exige tiempo y entraña costes directos; por lo tanto, es obvio que no estará dispuesto a pasar por ese proceso con un número elevado de agencias. A nuestro juicio, es muy difícil imaginar, incluso en los mercados principales, más de cinco agencias de calificación, y en algunos de los menores el máximo estaría probablemente en dos o tres.

En Europa ha habido diversos intentos de constitución de agencias de calificación, pero en su mayoría han fracasado o han pasado a manos de las agencias estadounidenses. Las que quedan son muy pequeñas, y en estos momentos la única competidora imaginable de las dos agencias estadounidenses es IBCA, la única agencia extranjera reconocida por la SEC.

Es obvio que IBCA sostenga la conveniencia de una tercera agencia de calificación, pero aun con esa reserva los argumentos a favor son fuertes. En Estados Unidos, aunque tanto Moody's como Standard & Poor's tienen una cuota de mercado muy alta, no por ello dejan de sufrir la competencia de agencias como Fitch y Duff & Phelps, que en ciertos sectores han conseguido una cuota importante sobre sus grandes rivales. En Europa,

en cambio, la única competencia actual a las dos agencias estadounidenses es la de IBCA. Dada la creciente importancia de los mercados de capitales en Europa, y el papel fundamental que van a desempeñar las calificaciones, no sería lógico que los árbitros del riesgo de crédito fueran sólo dos compañías, por muy buenas que sean. Los mercados de capitales son el resultado del sistema capitalista, y un ingrediente clave de la teoría capitalista es un alto grado de competencia en el mercado. Si en Europa llegara a constituirse una estructura oligopolista, no beneficiaría ni a los emisores ni a los inversores.

IBCA es la única agencia no estadounidense que ha superado las fuertes barreras que existen a la entrada en la actividad de calificación. Persiste en su objetivo de llegar a

ser la agencia de calificación europea (véanse gráficos 1 y 2), y su fusión con Euronotation France le ha dado una presencia importante en Francia, que se ha sumado a sus operaciones ya existentes en el Reino Unido y en España, a través de IBCA Ratings España. Se está en conversaciones con inversores alemanes con vistas a suministrar un servicio de calificación para emisores alemanes en 1993.

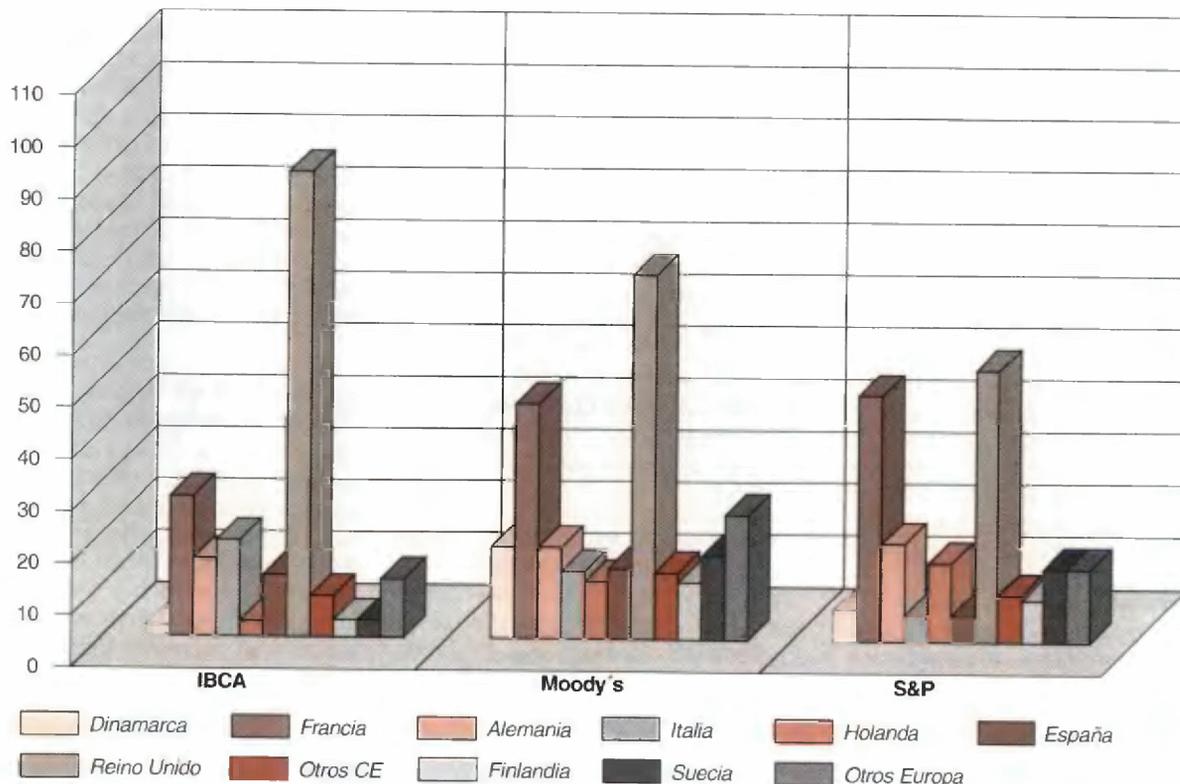
El mercado español de calificaciones

A finales de los años ochenta, la economía española se benefició de un fuerte crecimiento. Su ingreso en la Comunidad Europea, en 1986, fue seguido de una fuerte actividad inversora extranjera, y de una mayor

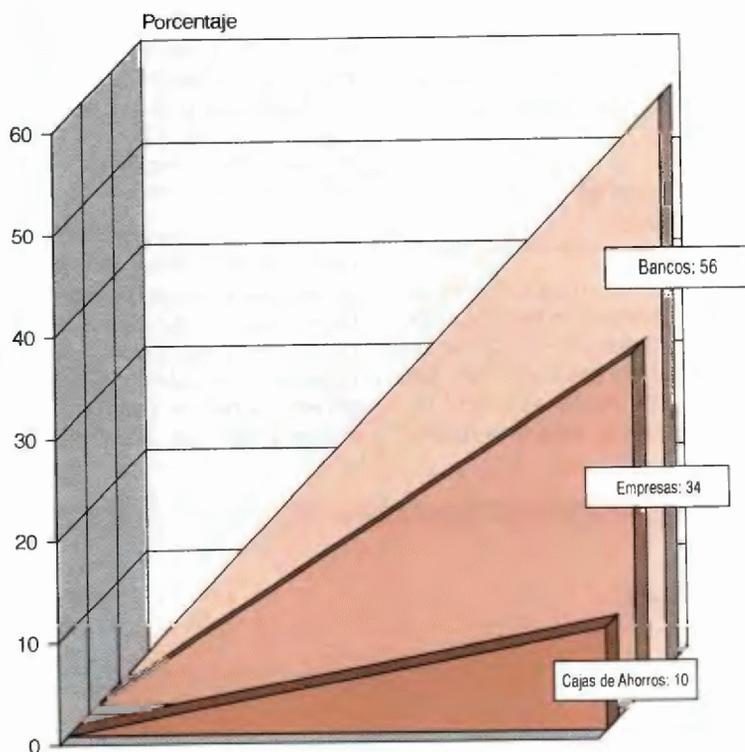
demanda de información sobre las principales empresas y entidades financieras españolas. La economía reclamaba cambios estructurales importantes y la modernización de numerosos sectores, que aún continúa. El fortalecimiento del sector bancario, y la liberalización y desarrollo de los mercados de capitales, han avanzado mucho en muy poco tiempo, demostrando que la comunidad financiera española tiene una gran capacidad para adaptarse a las innovaciones financieras.

El mercado español de deuda es el cuarto por tamaño entre los de la Comunidad Europea, tras los del Reino Unido, Francia y Alemania. A pesar del considerable volumen de pagarés que están emitiendo entidades del país, en estos momentos no se exige que las emisiones de

GRAFICO 1
CALIFICACIONES, A LARGO PLAZO, EUROPEAS
IBCA, Moody's y S & P



**GRAFICO 2
DETALLE DE LAS CALIFICACIONES,
A LARGO PLAZO, EUROPEAS
DE IBCA**



compañías españolas estén calificadas. Además, la demanda de calificaciones de emisiones internas es baja, porque hasta ahora los inversores se han fiado sobre todo de los nombres conocidos. Hay varias razones por las que parece probable que esta situación cambie, y la mayoría de las entidades reconocen que el empleo general de calificaciones crediticias en el mercado interior español es sólo cuestión de tiempo.

En primer lugar, los bancos españoles, que siguen teniendo una enorme influencia en los mercados financieros, han aceptado que la desintermediación es inevitable. Tradicionalmente, las emisiones de grandes empresas españolas se distribuyen al por menor entre inversores individuales a través de la extensa

red de oficinas de los bancos. Esos inversores, que no son particularmente expertos en técnicas financieras y tienen un conocimiento limitado del riesgo financiero que asumen, confían sobre todo en el prestigio del banco que está colocando la emisión, y hasta es muy posible que piensen que el banco garantiza la transacción.

Hasta ahora, ese proceso no ha ocasionado pérdidas graves para el sector bancario, pero quiebras recientes de emisores como Intra, Papelera, La Seda y Ercros han puesto de relieve los riesgos potenciales que encierra el sistema tradicional. Si un emisor quebrara, podría ocurrir que los depositantes insistieran en que el banco que colocó la emisión recomprara la deuda. Los bancos no

tienen obligación legal de recomprarla, pero la alternativa podría ser perder clientes. El que los bancos tengan una «obligación moral» de recomprar pagarés colocados a través de su red de oficinas es cosa que aún no ha sido seriamente puesta a prueba. Aun así, y para su propia protección, es probable que antes o después prefieran trasladar a las agencias de calificación la responsabilidad de valorar el riesgo de crédito de esas emisiones.

En segundo lugar, el apoyo de las autoridades, normalmente por vía fiscal, a la formación de capital mediante el ahorro directo y los fondos de pensiones y de inversión alentará el crecimiento de los mercados de capitales interiores, a medida que los gestores de los fondos busquen oportunidades de inversión fuera de los mercados de renta variable. El gran crecimiento de los fondos de inversión en España ha propiciado una fuerte demanda de nuevas inversiones. En la actualidad hay 6 billones de pesetas (60.000 millones de dólares de Estados Unidos) en manos de gestores de fondos nacionales que buscan distintas inversiones para diversificar sus carteras. La deuda en estos momentos disponible en los mercados se limita a títulos del Estado y emisiones de unos 40 grandes emisores tradicionales, y hay demanda de nuevos nombres y tipos de inversión. Un emisor nuevo o menos conocido vería facilitada la colocación de su deuda por la calificación de una agencia importante.

En tercer lugar, la normativa oficial o interna puede requerir el uso de calificaciones crediticias para asegurar un perfil de riesgo adecuado en la cartera de inversiones. Además, es posible agrupar obligaciones con distintos grados de riesgo crediticio, estructurándolas en un instrumento único y titulizándolas. Estas emisiones pueden ser ventajosas para las entidades financieras, pero su estructura puede ser tan compleja que resultaría prácticamente imposible colocarlas entre los inversores sin una calificación. La legislación reciente que autoriza a las instituciones financieras españolas a emitir títulos

respaldados por hipotecas exige que esa clase de emisiones sean calificadas por agencias registradas. Es probable que cuando se introduzcan otros tipos de títulos respaldados por activos (préstamos para la adquisición de vehículos, tarjetas de crédito, etcétera) también se exija que sean calificados.

Finalmente, el principal indicio de un mercado no calificado, como es el español, es un diferencial de interés insuficiente entre los emisores de deuda mejores y peores. En un mercado calificado, el inversor se sirve de los tipos de interés para calcular la remuneración del riesgo de inversión, lo que genera una clara ampliación de los diferenciales de interés. A medida que los nuevos mercados evolucionen y el volumen de negocio aumente con la presencia de nuevos emisores, es de esperar que la mera confianza en el buen nombre dé paso a un mercado calificado.

IBCA, Moody's y Standard & Poor's están calificando activamente obligaciones españolas, aunque con diferencias de planteamiento im-

portantes. Actualmente, las agencias de calificación establecidas en España son tres: IBCA Ratings España, Iberating y Moody's Investors Service España.

IBCA Ratings España se constituyó en enero de 1992 para calificar obligaciones españolas, tanto en el mercado nacional como en el internacional. IBCA Limited ostenta una clara mayoría (87 por 100) del capital social, y en consecuencia participa activamente en la gestión de su filial española. Los accionistas minoritarios, que son la Bolsa de Barcelona, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO), Inverseguros y miembros del Instituto Español de Analistas Financieros, no participan como capitalistas ni gestores, sino como partes interesadas en el desarrollo de un mercado nacional de calificaciones.

IBCA considera que el reconocimiento de las calificaciones entre los inversores institucionales es esencial para la creación de un mercado de calificaciones, y por este motivo IBCA España cuenta con un consejo promotor en el que se encuentran

representantes de los usuarios, de los distribuidores y de los organizadores del mercado de emisiones de renta fija. Además de los accionistas minoritarios, el consejo promotor incluye a la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), las sociedades rectoras de las Bolsas de Bilbao, Madrid y Valencia, y MEFF, Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, S. A.

La función principal del consejo promotor es la de impulsar dentro del sector financiero y del mercado de valores, así como dentro de las propias empresas e instituciones que actúan en éste, la utilización e importancia de la calificación de emisiones. También es labor del consejo promotor fomentar el uso de las calificaciones para la adopción de decisiones de riesgo y, en general, promover la creación de un mercado calificado en España.

Iberating se constituyó en julio de 1992 para otorgar calificaciones en el mercado interior español. Sus accionistas son: Standard & Poor's, con un 25 por 100; la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exporta-

CRITERIOS DE CALIFICACION Y DEFINICIONES

Al constituirse como agencia de calificación reconocida, IBCA estableció una escala internacional de calificaciones a largo y corto plazo que se asignan a todos los tipos de emisiones y deuda. Las calificaciones *individual* y *legal* se crearon específicamente para medir el riesgo bancario y valorar tanto la actuación financiera de una entidad financiera como la probabilidad de que reciba ayuda en caso de dificultades.

CALIFICACIONES A LARGO Y A CORTO PLAZO

Estas calificaciones representan la valoración del riesgo de que una entidad financiera o empresa no cumpla puntualmente sus obligaciones no garantizadas. La calificación otorgada resume el juicio que a la agencia le merecen los re-

sultados y la estabilidad financiera de la compañía, los riesgos de sus operaciones y el grado de apoyo externo, si lo hay. Las calificaciones a corto plazo se refieren a la deuda a plazo inferior a un año, y las calificaciones a largo se refieren a obligaciones de mayor duración.

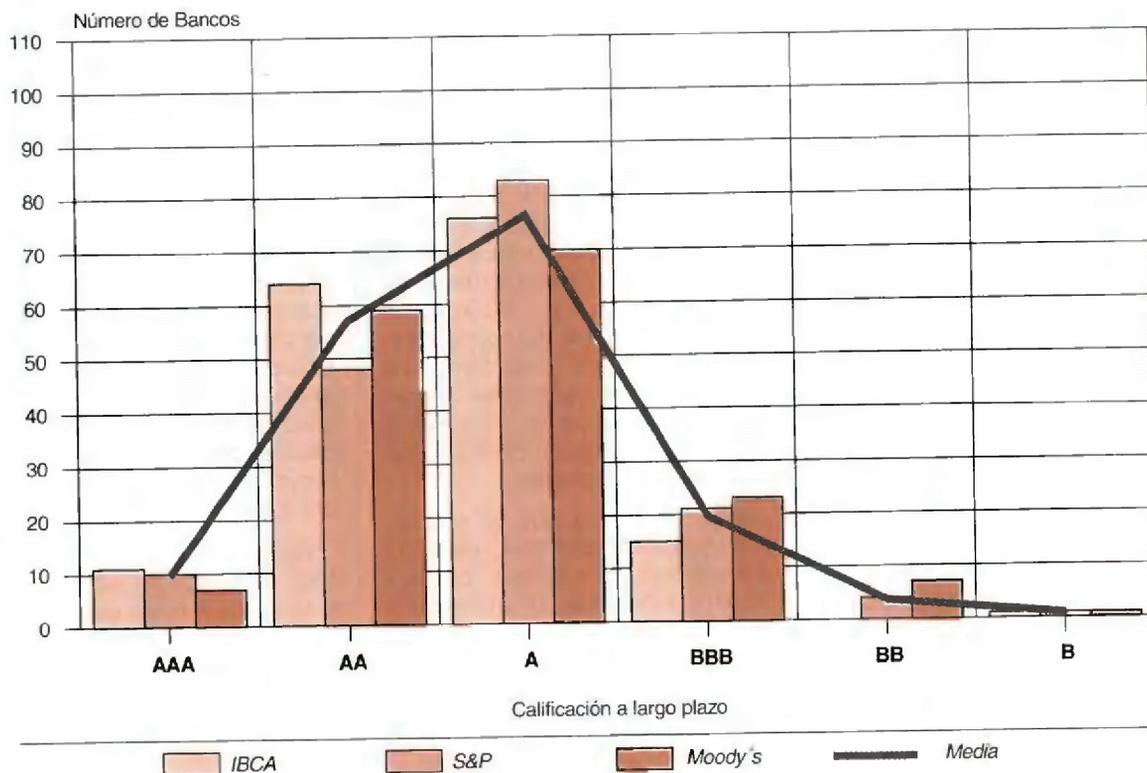
CALIFICACION LEGAL

La calificación legal responde a la cuestión de si una institución recibiría apoyo en caso de encontrarse en dificultades. Debido al papel clave que desempeñan los bancos en el sistema financiero, se considera que los bancos centrales serían los prestamistas de última instancia. Gran parte de los préstamos interbancarios se realizan contando con esa función de prestamista de última instancia, y la calificación legal es una ayuda decisiva en ese proceso.

CALIFICACION INDIVIDUAL

La calificación legal, aun siendo un factor primordial en la valoración del riesgo de crédito, no es suficiente por sí sola. En un mundo regido por las fuerzas del mercado, todos los bancos serían juzgados según sus méritos económicos, y no por la probabilidad de recibir ayuda exterior en caso de encontrarse con problemas. Como la realidad no es esa, se supone que, por razones de prudencia, los inversores prefieren tratar con bancos bien gestionados y fuertemente capitalizados. La calificación individual pretende responder a la pregunta: «Si el banco fuera totalmente independiente y no pudiera contar con el apoyo de las autoridades financieras o de sus propietarios, ¿qué consideración se le daría?». La calificación individual permite, pues, hacer una valoración totalmente desligada de previsiones de apoyo.

GRAFICO 3
CALIFICACIONES BANCARIAS MUNDIALES
 Base homogénea



Actualizado dic. 1992 - Población 166 bancos con tres calificaciones a largo plazo.

ción, con un 22 por 100; la Bolsa de Madrid, con un 21 por 100; el Instituto de Crédito Oficial, con un 20 por 100, y las bolsas de Bilbao y Valencia, con un 6 por 100 cada una. Las calificaciones de grandes compañías españolas se harán desde las sedes de Standard & Poor's en el extranjero. Las calificaciones de Iberating utilizarán una escala diferente de la empleada por las agencias de calificación internacionales.

Aunque Moody's Investors Service España se constituyó en noviembre de 1992, en la actualidad sigue operando desde el extranjero, ya que aún no tiene sucursal en España. Sin embargo, entendemos que algunas de las calificaciones otorgadas a en-

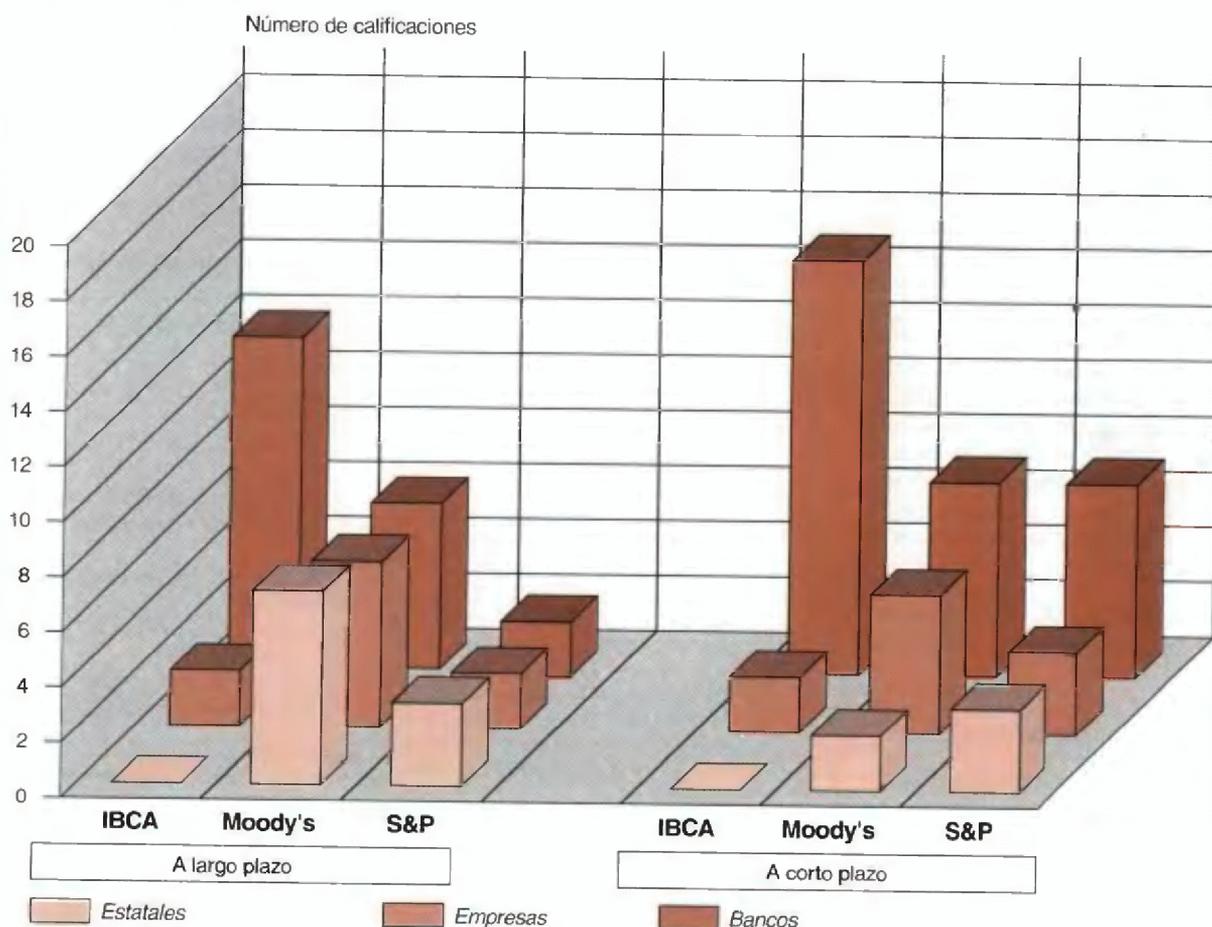
tidades españolas son únicamente para el mercado interior.

El desarrollo de un mercado de calificaciones (*ratings*) en España será un proceso lento, dada la resistencia de la mayoría de las compañías a exponer al libre juicio de terceros los detalles de sus resultados de explotación y sus planes de negocio. De todos modos, el mercado crecerá a medida que se vayan reconociendo todas las ventajas de las calificaciones. Es de esperar que las primeras calificadas sean las compañías mayores y más sólidas en el aspecto financiero, porque serán las más beneficiadas.

Hay muy pocas calificaciones AAA asignadas y, aunque la mayoría de

los emisores tienen una tendencia natural a suponer que su calificación va a ser alta, casi todos reconocen, llegado el momento, que la calificación asignada es una buena indicación de su riesgo crediticio. El gráfico 3 muestra un desglose de calificaciones según la categoría: se verá que la calificación media asignada no es AAA, sino A. Merece la pena señalar que los distintos inversores pueden querer invertir dentro de un amplio abanico de riesgos. Según eso, una calificación baja no tiene por qué significar que no se pueda colocar la emisión, sino más bien que el precio deberá reflejar el riesgo. Conforme los emisores acepten ese hecho, su principal preocupación no será la de si la calificación

**GRAFICO 4
CALIFICACIONES ESPAÑOLAS**



Actualizado diciembre 1992.

que se les otorga es mejor o peor que la asignada a sus competidores, sino la de si el proceso de calificación significa un ahorro importante de costes.

Los grandes emisores, de nombre muy conocido, sostienen con frecuencia que no es necesario ser calificado, y es verdad que en muchos mercados no lo es. Pero prácticamente no se ha visto nunca que se haya desarrollado un mercado de calificaciones sin calificar a las grandes compañías. Ello se debe a que relativamente les favorece ser calificadas,

porque rebaja sus costes de endeudamiento frente a sus competidores, y también a que las grandes compañías son el punto de referencia natural en cualquier mercado. Las calificaciones son esencialmente relativas, y para un inversor tiene muy poco sentido que se le diga que una determinada compañía tiene una calificación A, si al mismo tiempo no puede ver un amplio espectro de calificaciones de otras compañías que emitan en el mismo mercado.

El gráfico 4 detalla el tipo y número de calificaciones asignadas por

cada una de las tres principales agencias de calificación en España. Se espera que el número de calificaciones asignadas a entidades españolas aumente notablemente en los próximos años, y es digno de mención que una proporción muy significativa de las entidades bancarias se hayan convencido ya de las ventajas de ser calificadas.

III. LAS VENTAJAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

Para el emisor

La principal aportación de la calificación crediticia a los mercados de capitales es una mejora de la eficiencia. Con una estimación objetiva del riesgo de crédito, los emisores fuertes se benefician porque pagan menos, y los emisores más débiles pagan más. Conviene subrayar que la calificación es una espada de doble filo, que ayuda a los fuertes pero perjudica a los débiles. Una característica de los mercados no calificados es que hay una diferencia muy pequeña entre los tipos de interés que pagan los prestatarios fuertes y los débiles. En un mercado calificado, el diferencial aumenta significativamente.

Las calificaciones crediticias benefician al emisor de las siguientes maneras:

Ampliando la base de inversores

Las calificaciones ofrecen al inversor una medida cualitativa del riesgo de crédito que lleva aparejado una inversión. Para las compañías pequeñas y medianas que acceden por primera vez a los mercados de capitales, la calificación crediticia sería virtualmente imprescindible para compensar la falta de un nombre conocido. Sin una calificación que valore su solvencia, lo probable sería que el mercado considerase esas emisiones como de alto riesgo, y consecuentemente exigiera una alta remuneración, con lo que el ahorro de costes sería modesto o nulo comparado con la obtención de un préstamo bancario. Análogamente, para los emisores que no son muy conocidos una calificación crediticia sin duda ampliará la base de inversores.

Reduciendo los costes de financiación

La emisión de deuda permite al emisor acudir a una fuente de fondos mayor y más líquida. El resultado es

LISTA DE CRITERIOS DE CALIFICACION

RIESGO SECTORIAL

- Importancia económica del sector para el país.
- Posibilidades de apoyo.
- Importancia para el empleo.
- Historial de relaciones laborales.
- Importancia de la legislación: protectora o perjudicial, relación con el gobierno.
- Madurez del sector.
- Competencia internacional.
- Barreras a la entrada.
- Situación competitiva en el interior: monopolio, oligopolio, fragmentación.
- Naturaleza del sector: predominio de capital, vida media del producto, requisitos de comercialización.
- Factores cíclicos: demanda, oferta, consecuencias para la inestabilidad de los precios.
- Estructura de costes e ingresos del sector: vulnerabilidad a los precios de la energía, a los niveles de los tipos de interés, a las políticas del gobierno.
- Innovaciones y tendencias importantes en el sector.

POSICION DE MERCADO

- Posición competitiva dentro del sector: tamaño, cuota de mercado y tendencia, capacidad de imponer los precios.
- Importancia del producto principal.
- Vida y competencia de los productos.
- Grado de diversificación de los productos.
- Importancia del gasto en I + D y del desarrollo de productos nuevos.
- Dispersión geográfica de las ventas y de la producción.
- Importancia de los principales clientes.
- Dependencia de los principales proveedores y acceso a alternativas.
- Necesidades de comercialización.
- Red de distribución; control y vulnerabilidad a factores externos.

ACCIONISTAS Y APOYO

- Accionistas de la entidad.

- Relación con los propietarios, autonomía, control.
- Tamaño y *status* del propietario o accionistas.
- Posibilidades de apoyo o de retiradas de fondos.
- Estructura del accionariado.
- Otros beneficios; acceso a la tecnología, productos.
- Acceso a los mercados de capitales.

DIRECCION

- Historial hasta la fecha en términos financieros.
- Objetivos y perspectivas de la empresa: agresividad, actitud ante el riesgo.
- Experiencia, antecedentes, credibilidad.
- Profundidad de la dirección: personas clave, sucesión.
- Historial en comparación con sus competidores.

CALIDAD CONTABLE

- Exigencias de publicidad e información.
- Auditores y auditorías.
- Principios de consolidación: compañías no consolidadas, contabilidad de fusiones, contabilidad de enajenaciones, tratamientos excepcionales.
- Políticas de reconocimiento de ingresos: proyectos a largo plazo.
- Políticas de valoración de existencias.
- Métodos de valoración del inmovilizado.
- Tratamiento del fondo de comercio e intangibles.
- Activos infravalorados, por ejemplo terrenos o edificios en propiedad.
- Instrumentos híbridos de deuda/recursos propios.
- Métodos, coeficientes, plazos de depreciación.
- Tratamiento de las divisas.
- Política de impuestos diferidos.
- Contabilización de planes de pensiones.
- Tratamiento de los costes de financiación.

- Pasivos contingentes.
- Agresividad o prudencia global de la presentación contable.
- Políticas contables inusuales, movimientos sobre reservas.
- Cambios en las políticas contables.
- Cambios en la composición del grupo.

RESULTADOS

- Consistencia y tendencia de los resultados de las operaciones principales.
- Combinación de resultados por actividad y zona geográfica.
- Partidas excepcionales y extraordinarias; impactos no recurrentes sobre los niveles de resultados históricos.
- Niveles de resultados reales disponibles para el *cash-flow*; contabilización por puesta en equivalencia, restricciones a la repatriación de beneficios.
- Crecimiento interno frente a resultados de entidades adquiridas.
- Rentabilidad y medidas de protección.
- Márgenes.
- Medidas de cobertura de intereses.
- Cobertura del dividendo, niveles de pago y política futura.
- Situación tributaria: tasa impositiva efectiva, desgravaciones específicas, pérdidas no realizadas.
- Suficiencia de los beneficios retenidos para autofinanciar el crecimiento.

CASH-FLOW

- Suficiencia del *cash-flow* para mantener la capacidad operativa del negocio; niveles de capital circulante, reposición del inmovilizado.
- Contribución del *cash-flow* a la expansión: proyectos importantes de inversión, adquisiciones.
- Gasto discrecional incluido en el *cash-flow*; publicidad, exploración, investigación y desarrollo, etcétera.
- Volatilidad del *cash-flow* a lo largo del tiempo.
- Relación entre *cash-flow* y endeudamiento total.
- Restricciones al *cash-flow*: límites a la repatriación, efectos tributarios potenciales, acceso a dividendos de filiales.
- Niveles y fluctuaciones de la liquidez: estacionalidad, sensibilidades.
- Gestión y medidas del capital circulante.

ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y ENDEUDAMIENTO

- Medidas del *gearing* (deuda/recursos propios): históricas y proyectadas.
- Medidas del *leverage* (pasivo total/recursos propios): históricas y proyectadas.
- Análisis de sensibilidad a los niveles proyectados.
- Variaciones estacionales, niveles de deuda en los negocios principales.
- Cobertura de los costes de intereses.
- Ajustes necesarios de las medidas por partidas fuera de balance: plantas o edificios en *leasing*, filiales no consolidadas, asociados no garantizados u operaciones conjuntas.
- Adecuación de la estructura del capital al negocio en función del país: apoyo excesivo en la financiación a corto plazo, sensibilidad a la variación de los tipos de interés.
- Naturaleza del activo subyacente: posibilidad de realización sin pérdidas, atractivo para los compradores en caso de venta forzosa, métodos de valoración y potencial para moderar las medidas de apalancamiento.
- Estructura de la deuda; tipo, vencimientos, moneda, calendario de pagos, pactos, garantías, cláusulas de incumplimiento.

FINANCIACION Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA

- Flexibilidad de las necesidades de financiación proyectadas: gastos de inversión, niveles de dividendo, adquisiciones.
- Capacidad de captación de fondos adicionales en caso forzoso.
- Líneas de crédito de reserva y permanentes: plazos y pactos de facilidades de aseguramiento y líneas comprometidas, relaciones con la banca en general.
- Capacidad de atracción de capital: composición del accionariado, acceso a los mercados de renta variable.
- Compromisos de inversión.
- Margen de seguridad en los niveles de apalancamiento (*gearing* y *leverage*) presentes y proyectados.
- Composición del activo: naturaleza de los activos y posibilidades de reducción o enajenación forzosa, unidades vendibles.
- Activos y pasivos fuera de balance: fondo de comercio u otros intangibles no contabilizados, activos infravalorados, dotación insuficiente de planes de pensiones.

un menor coste de financiación y un mayor control sobre las condiciones del endeudamiento. Sin embargo, a medida que se multiplica el número de emisores, de clases de título y de inversores, se multiplica también la necesidad de contar con una información fiable sobre el riesgo de crédito. La calificación crediticia asigna a la obligación una estimación del riesgo de crédito específica y cualitativa, que es inmediatamente comprendida en los mercados de capitales, y que ayuda a calcular el adecuado rendimiento del riesgo para el inversor. De ese modo, una entidad europea de tamaño medio con una calificación internacional podrá acudir, por ejemplo, a los mercados japoneses para beneficiarse de unos costes de endeudamiento menores. Así pues, una de las razones fundamentales que pueden animar a un emisor a solicitar una calificación crediticia es la de reducir sus costes de endeudamiento.

Facilitando la colocación de las emisiones de deuda

En unos mercados de capitales internacionalizados y cada día más complejos, con gran número de inversores y emisores, la confianza tradicional en el nombre conocido y el patrimonio neto es insuficiente para evaluar el riesgo de crédito. En ciertos mercados desarrollados, como el estadounidense, sería impensable lanzar una emisión sin calificar. También se considera, en general, que una emisión de deuda en un mercado exterior casi con seguridad requiere ser calificada. A menudo son los bancos de inversiones los que estructuran, aseguran y colocan la emisión, y suele ser el banco de inversiones el que recomienda la solicitud de calificación, de un lado para facilitar la colocación, y de otro para ayudar a determinar el precio.

Como un ejercicio de relaciones públicas financieras

Ciertas entidades ven la evaluación crediticia independiente por parte de una agencia de calificación importante como una manera de comu-

nicar su fortaleza financiera a los mercados internacionales. Una calificación general, abarcando toda la deuda *senior* no garantizada, puede permitir a la entidad introducirse en mercados nuevos, aumentar su capacidad de endeudamiento, reducir sus costes de crédito y negociar con un mayor número de contratantes. Se da, incluso, el caso de que inversores en renta variable sólo comprendan acciones de aquellas entidades que tienen una calificación mínima asignada por una agencia de calificación importante. Esa clase de entidades, cuando solicitan ser calificadas, quizá no piensen emitir deuda a corto plazo; pero si se presenta la ocasión de acudir a los mercados en condiciones particularmente favorables, estarán bien situadas para actuar rápidamente en ese sentido.

Para el inversor

El inversor, que puede ser desde una persona particular hasta un gran banco o fondo de pensiones, tiene como objetivo prioritario la maximización de su ganancia con un nivel mínimo de riesgo. Aunque muchos inversores institucionales llevan a cabo sus propios análisis crediticios, sigue habiendo una fuerte tendencia a fiarse de los nombres conocidos y de las tendencias del mercado. Las consecuencias pueden ser costosas. Debido a la información de que se disponía en los círculos financieros, el cierre del Bank of Credit and Commerce International le costó relativamente poco al inversor institucional y, al menos en el Reino Unido, fueron los inversores privados y las autoridades locales los que cargaron con el grueso de las pérdidas, básicamente por falta de información.

Las calificaciones crediticias benefician al inversor de varias maneras:

Suministrando información exacta y actualizada

Esencialmente, las calificaciones son opiniones basadas en un análisis detallado, con un componente de juicio subjetivo. Aunque es responsa-

bilidad del inversor llegar a su propia estimación del riesgo de crédito implícito en cada propuesta de inversión, es probable que las agencias de calificación hayan tenido acceso a mejores datos. Los prestamistas pueden añadir a sus procedimientos propios de análisis crediticio las calificaciones otorgadas por una agencia. Se trabaja con informes analíticos elaborados con detenimiento, con miras a suministrar toda la información necesaria para evaluar la solvencia de la entidad. Los analistas se comunican periódicamente con las entidades a las que califican, y tratan directamente con sus altos directivos. Esto puede ser muy importante cuando la posición financiera de la entidad se ve adversamente afectada por un imprevisto, como puede ser la quiebra de un deudor importante. El emisor se pondrá entonces en contacto con las agencias de calificación para hablarles de ese problema concreto e informarles detalladamente de cómo se piensa afrontarlo. Ello redundará en beneficio del emisor, porque esa información puede ser fielmente trasladada al inversor, evitando así que en los mercados financieros circulen rumores infundados. Los suscriptores a la mayoría de los servicios de calificación tienen acceso inmediato a los analistas para celebrar consultas y examinar problemas de crédito concretos.

Determinando el riesgo de crédito a un precio asequible

Aunque algunos inversores institucionales lleven a cabo su propio análisis crediticio, en cualquier mercado desarrollado las economías que ofrece una agencia de calificación deben ser un argumento rápidamente convincente. Las agencias de calificación bien asentadas pueden atraer a buenos analistas. Además, como sirven a un gran número de inversores, pueden repartir el coste de su trabajo. Las agencias de calificación mayores tienen un elevado número de analistas; y, aunque en teoría cualquier institución podría emplear a otros tantos, nunca sería económicamente rentable. De ahí que

tiendan a confiar en fuentes exteriores, entre las cuales las agencias de calificación ocupan un lugar destacado. Ciertos inversores no disponen de recursos para mantener su propio departamento de crédito, y dependen principalmente de las calificaciones para calcular esa clase de riesgo.

Ayudando a establecer la composición de la cartera de inversiones

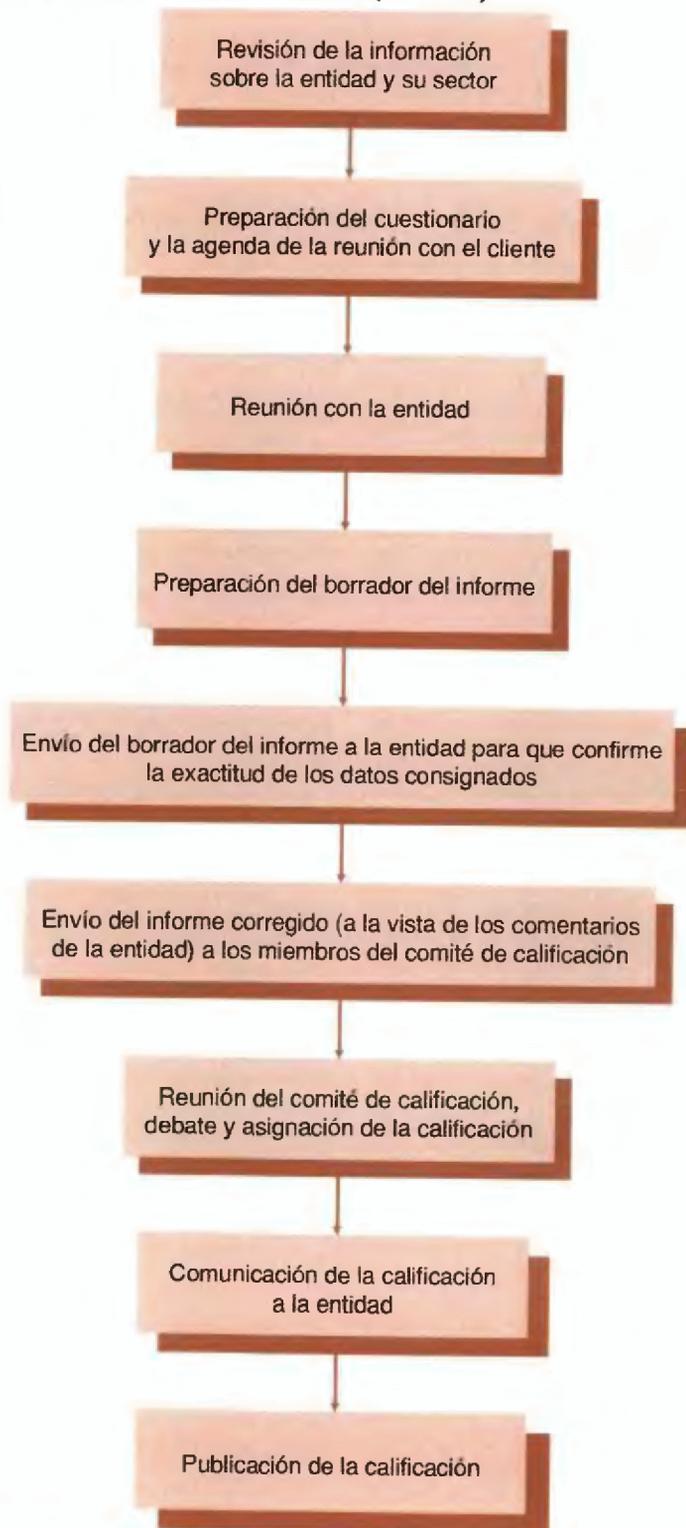
Los inversores pretenden repartir su riesgo de inversión entre distintos instrumentos, emisores y países. Sin embargo, las decisiones de inversión cada día son más difíciles, debido a la creciente internacionalización y a la amplia gama de productos financieros que se ofrecen en los mercados de deuda. En la política de inversión de los mayores gestores de fondos del mundo se incluyen a menudo las calificaciones, exigiéndose que una inversión tenga una determinada calificación mínima para que pueda entrar en la cartera. Los tesoreros de fondos de gestión confían frecuentemente en las calificaciones para sus colocaciones en el mercado de dinero, sobre todo en operaciones internacionales.

IV. LA METODOLOGIA DE CALIFICACION (RATING) DE IBCA

Resumen de la metodología de calificación

La metodología de la calificación se concentra en las mismas áreas tanto para el corto como para el largo plazo. La calificación refleja el análisis de factores positivos y negativos de la entidad calificada. El análisis se basa en los datos financieros de los últimos cinco años, en información del sector al que pertenece la empresa a calificar, en presupuestos, y en estudios de rentabilidad futura y de estrategia empresarial. El proceso de calificación, con sus etapas características, se resume en el esquema 1.

**ESQUEMA 1
EL PROCESO DE CALIFICACION (RATING)**



El procedimiento de calificación de entidades se puede dividir en dos amplias categorías: *riesgo del negocio* y *riesgo financiero* (tratados más adelante).

De las dos categorías de riesgo mencionadas, IBCA considera que al evaluar una entidad es tan importante el riesgo de negocio, o cualitativo, como el riesgo financiero, o cuantitativo. Para establecer la capacidad de la entidad para pagar la deuda en el futuro, se examina la calidad de los activos. Al determinar una calificación a corto plazo se tienen en cuenta los factores que afectan a la perspectiva financiera inmediata, tales como liquidez y rentabilidad a corto plazo; IBCA tiene además en consideración otros factores a más largo plazo, cualitativos y propios del sector. El análisis tiene en cuenta los probables altibajos de los ciclos económicos y sus posibles consecuencias en la solidez financiera del emisor. La calificación se basa en factores (ver recuadro «Criterios de calificación y definiciones») a los cuales no se les asigna ningún peso específico, ya que dependiendo de las circunstancias, su importancia puede variar de un emisor a otro.

Riesgo del negocio

Cada análisis empieza por un estudio de los sectores y de los países en los que opera el emisor. Normalmente, la calificación otorgada al país (riesgo soberano) en el cual se ubica una entidad representa la máxima que pueden obtener las emisiones de esa entidad, ya que la solvencia de un gobierno suele ser más alta que la de otros deudores en aquel país, mientras que el sector define los parámetros dentro de los cuales se determinan los niveles de calificación.

Se estudia la naturaleza y estructura del sector, con el propósito de valorar los factores que influyen en la oferta y la demanda. La calificación de una entidad vendrá afectada por la consideración de alto riesgo o mayor tendencia a fluctuaciones del sector al que pertenece. Un sector

en declive, especialmente volátil o competitivo, puede afectar negativamente a la calificación a largo plazo de una entidad. En el procedimiento de calificación también se tiene en cuenta la influencia externa del gobierno en cuanto a una política que fomente la viabilidad del sector o la probabilidad de apoyo para alguna entidad en dificultades, basado en su importancia regional o económica.

Después de haber estudiado los principales sectores en los que opera la entidad, se evalúan sus antecedentes históricos, su situación actual y sus proyecciones futuras. Se evalúa su importancia, medida por volumen de ventas, participación en mercados clave, capacidad de influir en precios, dominio de su producto en el sector, reputación y capacidad para resistir presiones competitivas. Se estudia la estructura operativa para evaluar cualquier cambio a largo plazo en su posición en el mercado y el efecto de éste en el emisor.

El examen de la gerencia de la entidad forma una parte íntegra de la evaluación del riesgo financiero y de negocio, aunque raramente es un factor individual. Tal evaluación es necesariamente subjetiva, pero los resultados históricos sí dan una indicación objetiva de la capacidad de la gerencia.

Riesgo financiero

Dado que IBCA está evaluando la capacidad de una entidad para pagar sus obligaciones, los aspectos financieros tienen un papel primordial. Ninguno de los criterios tiene un peso específico determinante, y cada análisis de calificación requiere una opinión independiente. En algunas ocasiones, las consideraciones financieras pueden tener una gran influencia en la decisión de la calificación; mientras que en otras los riesgos de sector y otras influencias subjetivas pueden tener mayor peso específico en la determinación del nivel de aquélla.

La evaluación del riesgo financiero

TABLA DE CALIFICACIONES

CALIFICACIONES A LARGO PLAZO

AAA. Obligaciones para las cuales es mínima la expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses es tal que es poco probable que cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras incrementen de modo significativo el riesgo de crédito.

AA. Obligaciones para las cuales existe una expectativa muy reducida de riesgo de crédito. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses es sustancial. Cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras pueden aumentar el riesgo de crédito, aunque de forma poco significativa.

A. Obligaciones para las cuales existe una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses es fuerte, aunque cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras pueden aumentar el riesgo de crédito.

BBB. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses es adecuada, aunque cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras tienen una mayor probabilidad de aumentar el riesgo de crédito que en las obligaciones calificadas en categorías más elevadas.

BB. Obligaciones para las cuales existe la posibilidad de que aparezca un riesgo de crédito. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses no está adecuadamente protegida contra cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras.

B. Obligaciones para las cuales existe un riesgo de crédito. La capacidad de devolución puntual del principal e intereses no está adecuadamente protegida contra cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras.

CCC. Obligaciones para las cuales existe una percibida posibilidad actual de incumplimiento. La devolución puntual del principal e intereses depende de que las condiciones comerciales, económicas o financieras sean favorables.

CC. Obligaciones que son altamente especulativas o que tienen un alto riesgo de incumplimiento.

C. Obligaciones que actualmente se encuentran incumplidas.

CALIFICACIONES DE PAGARES DE EMPRESA (HASTA DOCE MESES)

A1+. Obligaciones respaldadas por la máxima capacidad de devolución puntual.

A1. Obligaciones respaldadas por una fuerte capacidad de devolución puntual.

A2. Obligaciones respaldadas por una capacidad satisfactoria de devolución puntual, aunque esta capacidad es sensible a cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras.

A3. Obligaciones respaldadas por una capacidad satisfactoria de devolución puntual. Tal capacidad es más sensible a cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras que la de las obligaciones calificadas en categorías más elevadas.

B. Obligaciones cuya capacidad de devolución puntual es sensible a cambios adversos en las condiciones comerciales, económicas o financieras.

C. Obligaciones cuya capacidad de devolución puntual es insuficiente.

D. Obligaciones para las que existe un alto nivel de incumplimiento o que actualmente se encuentran incumplidas.

* * *

Se asigna una calificación de BB o menos donde se considera que existan características especulativas.

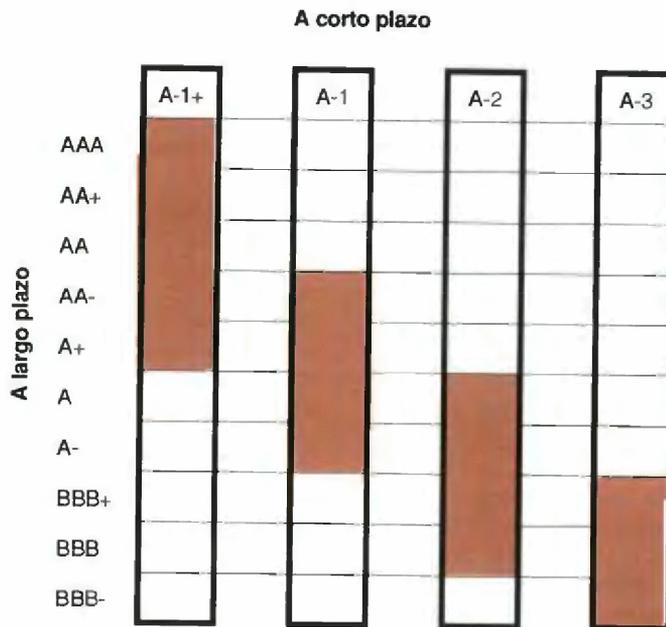
Se puede añadir «+» o «-» a una calificación a largo plazo para indicar una posición relativa dentro de las categorías de calificación.

Rating watch destaca una situación en evolución que podría afectar materialmente al perfil de una entidad calificada.

CALIFICACION LEGAL (1)

1. Un banco para el que existe una clara garantía legal por parte del Estado para facilitar cualquier apoyo necesario, o un banco de tal importancia, que el Estado lo apoyaría si fuera necesario. El Estado en cuestión ha de ser el de un país desarro-

INTERRELACION DE CALIFICACIONES A CORTO Y A LARGO PLAZO



llado que esté dispuesto a apoyar a sus bancos principales.

2. Un banco para el cual no existe ninguna obligación legal de apoyo por parte del Estado, pero para el cual el apoyo de éste estaría disponible, debido, por ejemplo, a su importancia en la economía nacional, o a su relación histórica con el gobierno o con el banco central. El Estado en cuestión ha de tener los recursos suficientes para proporcionar ese apoyo.

3. Un banco cuyos accionistas tienen la reputación y los recursos suficientes para sostener a la entidad si fuera necesario.

4. Un banco cuyo apoyo por parte de los propietarios o las autoridades es probable pero no seguro. En cuanto a los accionistas, su tamaño limitado puede excluir la certeza del apoyo. Cuando existe cierto número de accionistas, éstos pueden considerarse al banco como una inversión, en vez de un compromiso a largo plazo.

5. Un banco que no puede contar con el apoyo de terceros.

B. Un banco con un sólido perfil crediticio y sin problemas significativos. Los resultados han estado generalmente a la altura o por encima en los de sus competidores.

C. Un banco con un perfil crediticio adecuado, pero que cuenta con uno o más aspectos problemáticos que pueden desembocar en la posibilidad moderada de riesgo, o que generalmente no ha podido mantener sus resultados a la altura de sus competidores.

D. Un banco cuyos resultados están de forma notable por debajo de los de sus competidores. Es probable que la calidad del balance sea inferior a la media y la rentabilidad es baja. El banco tiene la capacidad de recuperarse por sus propios medios, pero es probable que esto lleve algún tiempo.

E. Un banco con problemas muy serios que necesita, o es muy probable que necesite, apoyo externo.

NOTAS

(1) Hay que destacar que con la calificación legal no se analiza la calidad de un banco, sino el apoyo que recibiría si tuviera dificultades.

(2) También se asignan graduaciones intermedias, tales como A/B, B/C, C/D y D/E.

CALIFICACION INDIVIDUAL (2)

A. Un banco con un balance fuerte, un buen perfil crediticio y antecedentes de rentabilidad por encima de la media.

empieza por el examen de la calidad de la presentación financiera de la entidad para comprender la imagen presentada por los estados financieros y poder determinar hasta qué punto estos representan razonablemente la situación financiera y los resultados obtenidos por la empresa. En la medida en que dichos estados financieros puedan considerarse un reflejo adecuado de la situación de la entidad, serán utilizados para determinar la evolución de la propia entidad y para la comparación con sus competidores. Para determinar la calidad de los estados financieros, se examinan los principios contables y las partidas no registradas en los estados financieros. El proceso de calificación no implica, en modo alguno, una auditoría de los estados financieros de una entidad, pero sí un estudio de su composición. La gerencia a menudo puede desglosar y detallar la composición de la información financiera publicada para facilitar un mayor entendimiento de los datos económicos fundamentales. Se examinan los principios contables utilizados por el sector y se investiga cualquier desviación respecto a los principios generalmente aceptados y, consecuentemente, se ajusta cualquier tratamiento inusual. El objetivo es evaluar el nivel de agresividad o moderación en la presentación contable, con el fin de poder hacer los ajustes necesarios para presentar las cifras en un formato comparable con el de otras entidades en el mismo sector.

Los ingresos son un elemento clave de la capacidad financiera de una entidad. Al revisar los ingresos, tanto históricos como previstos, IBCA se centra fundamentalmente en los ingresos obtenidos por las actividades de mayor relevancia en el negocio, y ajusta los saldos extraordinarios y otros factores especiales que surgen de ciertas prácticas contables de presentación. Estos ajustes permiten determinar el nivel de ingresos que mejor representa el flujo de caja (*cash flow*) operativo. Los ajustes apropiados permiten una comparación adecuada entre entidades en áreas tales como rentabilidad y otras *ratios* claves. Se examina la

composición y la estabilidad de los ingresos y se mide la capacidad que tiene el flujo de caja para financiar una expansión del negocio. En esta área, IBCA se concentra en la capacidad que tiene una entidad de generar un flujo de caja suficiente para financiar el negocio actual y futuro.

Se estudian la relación de pasivo exigible a recursos propios (*leverage*) y la relación de deuda a recursos propios (*gearing*) para llegar a una conclusión sobre los perfiles de riesgo de distintas entidades en cuanto a su dependencia en el financiamiento externo. El punto de partida para tal estudio es el análisis de la naturaleza del mercado de capital y del sector donde opera la entidad. Las estructuras del capital son distintas entre países porque difieren los mercados de capital, el nivel de titulización en el mercado, las relaciones entre bancos y entidades industriales, y el tratamiento fiscal de dividendos e intereses. Para examinar la estructura del capital, es esencial comprender la naturaleza del negocio y del entorno de una entidad, así como la de los principales movimientos de fondos de sus operaciones.

Tras establecer el entorno de la estructura de capital para el sector, se evalúa la adecuación de los recursos propios en relación con la estructura de la entidad, que puede llevar a ajustes por actividades fuera del balance o por principios contables divergentes. El propósito es asegurar una comparación válida del financiamiento de la entidad con el de otras en sectores de similares características.

IBCA examina la estructura de la deuda, incluyendo: clase de deuda, plazos de amortización, moneda, tipos de intereses (fijos y variables), y las relaciones con los proveedores de capital. Es frecuente que el análisis requiera información financiera que usualmente no esté al alcance público para evaluar correctamente el perfil de riesgo que se utilice. Factores estacionales pueden hacer que las cifras de préstamos que figuren en el balance al cierre del ejercicio

no sean representativas de los niveles alcanzados durante el ejercicio y, en consecuencia, afecten a las *ratios* de *leverage* y de *gearing*. Es difícil establecer los niveles alcanzados durante el ejercicio sin información adicional. Además, los *swaps*, *caps* y *hedges* son instrumentos que pueden cambiar un perfil aparentemente arriesgado en una situación financiera más previsible.

IBCA define a la «flexibilidad» financiera como la capacidad de llevar a cabo las actividades planificadas, aun en tiempos difíciles, sin afectar la solvencia. Niveles planificados de apalancamiento (*leverage* y *gearing*) pueden permitir reaccionar con cierta flexibilidad ante circunstancias inesperadas, en las cuales los niveles de apalancamiento se encontrarían más elevados de lo previsto, pero sin causar dificultades. Cuanto más conservadora sea la capitalización de una entidad, mayor será su flexibilidad. La «flexibilidad» financiera puede beneficiarse del mantenimiento de buenas relaciones con los bancos y de la capacidad de acceder al mercado de capitales y a otras opciones financieras. El análisis del financiamiento y de la liquidez también estudia la estructura del accionariado de la entidad, y se considera que las participaciones mayoritarias en manos de accionistas con solvencia financiera, que llevan mucho tiempo con la compañía y han demostrado históricamente su apoyo, pueden representar un factor positivo.

La estructura de la propiedad de la entidad es de gran importancia. Un grupo con una estructura piramidal de compañías asociadas siempre da la impresión de una mayor capacidad financiera de la que en realidad existe. El capital invertido en las entidades asociadas que forman la pirámide parece indicar que cada compañía está capitalizada adecuadamente, pero, al consolidar, se evidencia en ocasiones que el capital del grupo es insuficiente para el nivel de endeudamiento. La contabilización de inversiones importantes por el método de puesta en equivalencia es otra manera por la cual las entidades pueden reportar beneficios

que no han sido recibidos en efectivo, por lo que habrá que ajustar las *ratios* de apalancamiento para establecer la relación de capital libre a deuda, que puede ser muy distinto al nivel de apalancamiento reportado.

Una consideración importante en la calificación de papel comercial es la posibilidad de acceso a liquidez alternativa. Esta es de suma importancia para poder asegurar el pago puntual de las amortizaciones del papel comercial u otra deuda a corto plazo. Las fuentes de liquidez incluyen efectivo y aquellos activos que sean realizables a corto plazo, líneas de crédito sin utilizar, y otras facilidades disponibles. La composición del apoyo en activos líquidos variará entre un emisor y otro, ya que se determinará por el perfil de riesgo global, la estructura de la deuda, las fluctuaciones en endeudamiento y los niveles de financiación previstos a corto plazo.

V. CONCLUSIONES

1. Las calificaciones crediticias representan una valoración del riesgo de que un emisor o prestatario no cumpla íntegra y puntualmente sus pagos de intereses y principal. Las agencias de calificación crediticia suministran información acerca del riesgo de crédito mediante el empleo de una escala de símbolos que indican el grado relativo de riesgo a largo o corto plazo que va aparejado a la inversión. Se supone que las calificaciones son comparables en el plano internacional y entre distintos sectores de actividad.

2. La calificación crediticia es un servicio financiero que suministra, a un mercado financiero desarrollado, una información acerca del riesgo de crédito que puede ser útil en el proceso de decisión de inversiones.

3. En un mercado financiero desintermediado, las calificaciones crediticias ayudan a definir el diferencial de tipo de interés entre prestatarios más fuertes y más débiles, y permiten que accedan al mercado un mayor número de emisores e inversores.

4. Una calificación crediticia puede beneficiar al emisor ampliando la base de inversores, facilitando las emisiones de deuda y reduciendo los costes de financiación; y beneficia al inversor al suministrarle una información financiera exacta, determinar el riesgo de crédito a un bajo coste marginal y ayudar a establecer la composición de la cartera de inversiones.

5. Ciertas autoridades reguladoras, como la SEC y la SFA, exigen que los *broker-dealers* mantengan provisiones de capital más altas por los títulos calificados en las categorías inferiores por NRSRO, y otras exigen que un instrumento sea calificado antes de su emisión en los mercados nacionales.

6. El desarrollo de una agencia de calificación europea beneficiará a emisores e inversores por igual, al introducir en el mercado de calificaciones más posibilidades de competencia efectiva con las agencias estadounidenses arraigadas.

7. El mercado español de calificaciones crecerá con los mercados financieros a medida que éstos se liberalicen y desintermedien. La constitución de fondos de inversiones y de pensiones, y la legislación sobre titulización, crearán un mercado de capitales diversificado en el que las calificaciones crediticias desempeñarán un papel fundamental para identificar el riesgo de crédito.

NOTA

(*) Título original: «Rating agencies: development and contribution to the financial markets». Traducción de María Luisa Balseiro.