LAS AGENCIAS DE CALIFICACION Y EL MERCADO DE RENTA FIJA

George DALLAS

I. VISION GENERAL

EL desarrollo de los mercados de renta fija en todo el mundo ha contribuido a acrecentar el interés por los servicios de calificación *(rating)* de deuda. Con el continuo aumento del número de emisores que colocan deuda en los mercados públicos de capitales y el desarrollo de estructuras de financiación complejas, las calificaciones de deuda están desempeñando un papel cada vez más importante en la provisión de información analítica a los participantes en los mercados financieros. Aunque, fundamentalmente, las calificaciones son un servicio al inversor, su presencia en los mercados financieros afecta a los emisores de deuda, así como a los intermediarios financieros y a los reguladores gubernamentales de los propios mercados. Donde más se emplean las calificaciones es en los mercados de capitales de Estados Unidos, pero en el euromercado vienen siendo un elemento importante desde los primeros años ochenta. Conforme los mercados interiores de capitales se sigan desarrollando en todo el mundo, la influencia de las calificaciones y de las agencias de calificación conocerá, sin duda, una mayor expansión, durante la década de 1990 y después de ella.

En este artículo, se estudia la naturaleza de las calificaciones y de las agencias de calificación, se examina la exactitud de las calificaciones suministradas por las dos principales agencias de calificación del mundo y se valora su impacto sobre los participantes clave en los mercados de renta fija. Al final, se hace un breve repaso del mercado español de deuda y se examina el impacto potencial de las calificaciones sobre ese mercado.

II. CALIFICACIONES Y AGENCIAS DE CALIFICACION

En su nivel más fundamental, una calificación es un instrumento analítico que sirve a los inversores para valorar la capacidad relativa de los emisores de títulos de renta fija para pagar puntualmente los intereses y el principal, conforme a los términos y condiciones estipulados en cada emisión de deuda. Entre los títulos sometidos a esta forma de análisis, se incluyen las obligaciones, los pagarés de empresa y el componente de renta fija de las acciones preferentes, así como nuevas formas de títulos de renta fija, como son las financiaciones estructuradas (o respaldadas por activos) o los fondos mutuos de renta fija. Esa valoración del riesgo se expresa sobre una escala de calificaciones, que proporciona al inversor una guía de fácil uso sobre la calidad crediticia (ver recuadro sobre «Definiciones de las calificaciones de deuda»).

Las calificaciones reflejan la opinión de las agencias especializadas que las otorgan, opinión en la que, normalmente, intervienen elementos de análisis cualitativo y cuantitativo. Dado que las calificaciones se limitan a valorar la calidad crediticia, es importante subrayar que son un servicio al inversor en renta fija. Podrían proporcionar alguna información al inversor en renta variable, pero no contemplan cuestiones tales como el nivel de cotización de las acciones del emisor ni la dirección futura de su capitalización de mercado. Tampoco son recomendaciones de compra, venta o mantenimiento de los títulos. Son valoraciones del riesgo de crédito, y normalmente el riesgo de crédito no es sino una entre las varias consideraciones que tiene en cuenta el inversor para tomar sus decisiones de inversión.

El auge de las calificaciones en los mercados de capitales internacionales es un fenómeno relativamente nuevo, pero su empleo en Estados Unidos data de hace mucho tiempo, y es un factor importante en los mercados estadounidenses de bonos y pagarés de empresa. La historia de la Standard & Poor's Corporation se remonta a 1860, cuando Henry V. Poor publicó un análisis de los ferrocarriles y canales estadounidenses que permitía a los inversores valorar tanto la viabilidad como la calidad crediticia de aquellos proyectos de transporte. En la década de 1920, el Moody's Investors Service empezó a calificar bonos del mercado de deuda estadounidense, y en 1941 Standard & Poor's adquirió su forma actual, al fusionarse la Poor's Publishing Company y la Standard Statistics Company. Desde entonces, ambas agencias —Standard & Poor's y Moody's— vienen participando activamente con sus calificaciones en el mercado estadounidense y, más recientemente, a escala internacional.

Aunque Standard & Poor's y Moody's son las mayores agencias de su clase en cuanto a volumen y extensión geográfica, en los últimos quince o veinte años han aparecido muchas otras en todo el mundo. El *Financial Times* publica actualmente un directorio internacional de agencias de calificación, con sus calificaciones, que cubre la actividad de doce agencias (incluidas Standard & Poor's y Moody's) que operan en los mercados de capitales de América del Norte, Europa y la región de Asia y el Pacífico (1). Además de las recogidas en esa publicación, en los distintos mercados nacionales de deuda existen muchas otras agencias más pequeñas, como las que operan en países como Portugal, México, Malasia, la India y Corea.

El auge de las agencias de calificación locales, centradas en un determinado país o región, está marcando diferencias cada vez mayores entre esas agencias, que prestan un servicio local, y las que disponen de

capacidad para otorgar calificaciones desde una perspectiva global. Por definición, el universo de una agencia de calificación que opera en un determinado país es más restringido que el de las agencias que tienen una base geográfica de operaciones más extensa. La ventaja de la agencia local estriba en que los analistas suelen conocer muy bien las características del mercado correspondiente; por ejemplo, las prácticas contables, las técnicas de financiación, la calidad de la gestión y los usos comerciales de la zona.

Una agencia de calificación local puede prestar un valioso servicio a los inversores en el mercado local, al establecer una clasificación de los emisores dentro de ese solo mercado; pero a menudo resulta difícil comparar la calidad crediticia de los emisores locales con la de emisores de deuda de otros países u otras regiones. Por su propia naturaleza, las agencias internacionales tienen una visión más amplia de las tendencias económicas globales y capacidad para comparar entornos industriales, condiciones competitivas y emisores entre una región y otra. Por otra parte, una agencia internacional quizá no tenga el profundo conocimiento de la situación local que beneficia a las agencias menores que operan en una sola región. Las agencias de calificación que operan a escala mundial y regional tienen sus respectivos puntos fuertes y débiles. En el mercado hay sitio para agencias de ambas clases, pero es importante que los usuarios de las calificaciones tengan presente que esas diferencias existen, y no den por sentado que las calificaciones otorgadas por una agencia son directamente comparables con las que otorga otra.

Cada agencia de calificación tiene sus procedimientos, metodologías y criterios propios. Puede haber semejanzas considerables en ciertas áreas, pero también hay margen para diferencias en el enfoque analítico y el conocimiento acumulado. Algunas agencias basan sus calificaciones exclusivamente en datos de dominio público. Otras requieren la cooperación de la entidad calificada mediante entrevistas con los directivos y acceso a información reservada.

En Standard & Poor's, por ejemplo, la calificación es resultado de entrevistas con los directivos de la entidad emisora. A cada emisor se le asigna un equipo de analistas, expertos en el correspondiente sector y país. Las entrevistas con directivos de la entidad emisora suelen desarrollarse en uno o dos días, y a partir de esos encuentros se elabora un análisis con arreglo a una metodología uniforme, atendiendo a espectos del sector del emisor, su posición competitiva, su estrategia, su gestión, su propiedad, sus resultados financieros pasados y sus expectativas financieras futuras. A continuación, se presenta este análisis ante un comité más numeroso, que suele estar formado por entre ocho y diez analistas *senior*, particularmente escogidos para cada emisor en razón de su conocimiento del sector o de segmentos clave de su mercado.

Se concede un peso considerable a factores cualitativos como son la posición competitiva del emisor y su orientación estratégica, y más a los probables resultados futuros que a los resultados históricos. El análisis financiero cuantitativo desempeña un papel importante en la determinación de una calificación, pero es frecuente que los factores cualitativos sean más decisivos, ya que no hay puntos de referencia o *ratios* financieras de los que se derive automáticamente la calificación. En última instancia, la calificación otorgada refleja la opinión del comité calificador, fruto de consideraciones subjetivas y objetivas que son sopesadas para cada emisor en particular.

III. ¿HASTA QUE PUNTO SON EXACTAS LAS CALIFICACIONES?

La credibilidad de una calificación dependerá, en definitiva, de sus aciertos en la predicción de incumplimientos de pago. Para examinar este aspecto, conviene distinguir entre grado de inversión y grado especulativo. En Standard & Poor's, así como en otras agencias de calificación, la escala general de calificaciones se puede dividir en esos dos tramos. La escala de inversión es el tramo que va de AAA a BBB-. Las emisiones calificadas dentro de ese tramo son aquellas a las que se atribuyen las características positivas que permiten esperar que los pagos de intereses y principal se verifiquen según los términos y condiciones estipulados en la emisión, durante toda la vida de ésta. Sobre esa base, AAA representa una calidad crediticia «máxima», y BBB- representa una calidad crediticia simplemente «adecuada».

Para las emisiones calificadas en la categoría especulativa (que va de BB+ a D), la calificación indica la existencia de vulnerabilidades que sugieren una posibilidad no remota de incumplimiento. Una manera de examinar la exactitud de las calificaciones es comparar las experiencias de incumplimiento de deuda inicialmente calificada en la escala de inversión con las de deuda inicialmente calificada en la escala especulativa.

Los estudios de esa índole se refieren casi siempre al mercado estadounidense, porque un análisis cuantitativo riguroso exige una perspectiva temporal larga y una muestra amplia. En ese sentido, la mejor base de análisis se encuentra en la experiencia de Standard & Poor's y de Moody's.

Un estudio llevado a cabo por Standard & Poor's en 1991 consideró las tasas de incumplimiento acumulativas a lo largo de un período de diez años (2). Se analizó, para el período comprendido entre enero de 1981 y diciembre de 1990, una muestra estática de 1.271 emisores de bonos estadounidenses calificados por Standard & Poor's. El resultado de ese estudio (gráfico 1) indica una correlación fuerte entre las categorías de calificación y el riesgo de incumplimiento. En particular, el estudio puso de relieve que existe una diferencia significativa entre la frecuencia de incumplimiento de deuda inicialmente calificada en la escala de in-

DEFINICIONES DE LAS CALIFICACIONES DE DEUDA

Una calificación de deuda societaria o municipal de Standard & Poor's es una valoración actual de la solvencia de un obligado respecto de una obligación concreta. Esa valoración puede tomar en consideración a obligados tales como garantes, aseguradores o arrendatarios.

La calificación de deuda no es una recomendación de compra, venta o mantenimiento de un título, ya que no hace referencia a su precio de mercado ni a su conveniencia para un determinado inversor.

Las calificaciones se basan en información actual suministrada por el emisor u obtenida por S&P en otras fuentes que considere fiables. S&P no efectúa auditorías en relación con sus calificaciones, y en ocasiones puede apoyarse en datos financieros no auditados. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas si esa información varía o no se puede disponer de ella, o en razón de otras circunstancias.

Las calificaciones se basan, en mayor o menor grado, en las consideraciones siguientes:

1. La probabilidad de que se produzca incumplimiento: capacidad y voluntad del obligado para el puntual pago de los intereses y devolución del principal en los términos estipulados.

2. La naturaleza y provisiones de la obligación.

3. La protección y posición relativa que la obligación asegura en caso de quiebra, reorganización u otro acuerdo, conforme a lo dispuesto en las leyes de quiebra y demás legislación que afecte a los derechos de los acreedores.

ESCALA DE INVERSION

AAA. La deuda calificada de «AAA», la calificación más alta que asigna Standard & Poor's, es aquella en la que la capacidad de pago de los intereses y devolución del principal es extremadamente fuerte.

AA. La deuda calificada de «AA» tiene una capacidad muy fuerte de pago de los intereses y devolución del principal, y difiere sólo en pequeño grado de las emisiones que reciben la calificación máxima.

A. La deuda calificada de «A» tiene una fuerte capacidad de pago de los intereses y devolución del principal, pero es algo más vulnerable a los efectos adversos de la variación de las circunstancias y de las condiciones económicas que la deuda situada en las categorías superiores.

BBB. La deuda calificada de «BBB» se considera dotada de una adecuada capacidad de pago de los intereses y devolución del principal. Normalmente presenta unos parámetros de protección suficientes, pero es más probable que unas condiciones económicas adversas o una variación de las circunstancias debiliten la capacidad de pago de los intereses y devolución del principal en la deuda situada en esta categoría que en la situada en categorías más altas.

ESCALA ESPECULATIVA

La deuda calificada de «BB», «B», «CCC», «CC» y «C» se considera provista de características predominantemente especulativas por lo que respecta a la capacidad de pago de los intereses y devolución del principal. «BB» indica el grado menor de especulación, y «C» el mayor. La deuda así calificada tendrá seguramente ciertas características de calidad y de protección, pero más que ellas pesa un fuerte grado de incertidumbre o de vulnerabilidad a condiciones adversas.

BB. La deuda calificada de «BB» presenta menos riesgos de incumplimiento a corto plazo que otras emisiones especulativas. Soporta, sin embargo, un alto grado actual de incertidumbre o de vulnerabilidad a condiciones comerciales, financieras o económicas adversas, que podrían determinar una capacidad insuficiente de pago puntual de los intereses y el principal. La calificación «BB» se aplica también a la deuda subordinada a deuda prioritaria a la que expresa o implícitamente se asigne una calificación «BBB-».

B. La deuda calificada de «B» presenta un mayor riesgo de incumplimiento, pero en el momento actual tiene capacidad de pago de los intereses y devolución del principal. Es probable que condiciones comerciales, financieras o económicas adversas deterioren la capacidad o la voluntad de pago de los intereses y devolución del principal. La calificación «B» se aplica también a la deuda subordinada a deuda prioritaria a la que expresa o implícitamente se asigne una calificación «BB» o «BB-».

CCC. La deuda calificada de «CCC» presenta en el momento actual un riesgo notable de incumplimiento, y depende de condiciones comerciales, financieras y económicas favorables para satisfacer puntualmente el pago de los intereses y la devolución del principal. En caso de condiciones comerciales, financieras o económicas adversas, no es probable que tenga capacidad de pago de los intereses y devolución del principal. La calificación «CCC» se aplica también a la deuda subordinada a deuda prioritaria a la que expresa o implícitamente se asigne una calificación «B» o «B-».

CC. La calificación «CC» se suele aplicar a la deuda subordinada a deuda prioritaria a la que expresa o implícitamente se asigne la calificación «CCC».

C. La calificación «C» se suele aplicar a la deuda subordinada a deuda prioritaria a la que expresa o simplemente se asigne la calificación «CCC-». La calificación «C» puede servir para cubrir aquellas situaciones en las que se ha declarado la quiebra, pero se mantienen los pagos del servicio de la deuda.

CI. La calificación «CI» se reserva para los bonos de participación que no devengan intereses.

D. La deuda calificada de «D» se encuentra incumplida. La categoría de calificación «D» se emplea cuando no se han satisfecho puntualmente los pagos de intereses o principal, aunque no se haya agotado el período de gracia, a menos que S&P crea que dichos pagos se efectuarán dentro del período de gracia. La calificación «D» será también la empleada cuando se ha declarado la quiebra si peligran los pagos del servicio de la deuda.

Más (+) o menos (−): las calificaciones comprendidas entre «AA» y «CCC», ambas inclusive, pueden ser modificadas con la adición de un signo más o menos para indicar una posición relativa dentro de cada una de las categorías.

c. La letra «c» indica que la opción de venta del título por parte del tenedor puede ser cancelada bajo ciertas condiciones prefijadas y especificadas en los documentos de opción de venta.

i. La letra «i» indica que la calificación es implícita. Esas calificaciones se asignan, únicamente previa petición, a entidades que no tengan emisiones concretas de deuda calificable. Asimismo, se asignan calificaciones implícitas a gobiernos que no hayan solicitado calificaciones explícitas de emisiones concretas de deuda. Las calificaciones implícitas a gobiernos representan el techo soberano, o tope máximo de las calificaciones asignables a emisiones concretas de deuda de entidades domiciliadas en el país.

L. La letra «L» indica que la calificación corresponde al principal de las obligaciones en la medida en que el colateral subyacente cuente con garantía federal, y los intereses estén dotados de colateral suficiente. En el caso de los certificados de depósito, la letra «L» indica que el depósito, conjuntamente con otros de las mismas características, será satisfecho en el principal y los intereses devengados con anterioridad al incumplimiento hasta los límites de la garantía federal, en un plazo de treinta días a contar desde el cierre de la institución asegurada, o a su vencimiento, en el caso de que el depósito sea asumido por una institución sucesora asegurada.

p. La letra «p» indica que la calificación es provisional. La calificación provisional presupone la terminación según lo previsto del proyecto que se financia mediante la deuda calificada, e indica que los pagos del servicio de la deuda dependen en gran medida o enteramente de la puntual terminación del proyecto según lo previsto. Esta calificación se refiere a la solvencia subsiguiente a la terminación del proyecto, pero no a la probabilidad de dicha terminación, ni al riesgo de incumplimiento en caso contrario. El inversor deberá calibrar por sí mismo dicha probabilidad y riesgo.

* El mantenimiento de la calificación depende de la recepción, por parte de S&P, de una copia legalizada del contrato de garantía o documentación final que confirme las inversiones y los *cash flows*.

N.R. No calificado.

Las obligaciones de deuda de emisores exteriores a los Estados Unidos y sus territorios se califican del mismo modo que las emisiones societarias y municipales interiores. Las calificaciones miden la solvencia del obligado, pero no toman en cuenta las incertidumbres de cambio de moneda y circunstancias conexas.

Criterios de la calidad de inversión bancaria: las obligaciones calificadas en las cuatro categorías superiores («AAA», «AA», «A» y «BBB», vulgarmente conocidas como calificaciones de «escala de inversión») se consideran, en general, aptas para la inversión bancaria, según la normativa establecida para la banca comercial por el Comptroller of the Currency. Además, las legislaciones de diversos estados sobre inversiones legales exigen ciertas calificaciones u otros criterios para que las obligaciones puedan ser objeto de inversión por parte de cajas de ahorros, sociedades de gestión, compañías aseguradoras y fiduciarios en general.

DEFINICIONES DEL *RATING OUTLOOK*

Un *S&P Rating Outlook* es una evaluación de la posible dirección que puede tomar, a medio y largo plazo, la calificación de la deuda a largo plazo de un emisor. Para la determinación de un *Rating Outlook* se toman en consideración cualesquiera variaciones de las condiciones económicas y/o fundamentales del sector. Un *Outlook* no es necesariamente un paso previo hacia una modificación de la calificación o una acción futura de *CreditWatch*.

Positive indica que la calificación puede subir.

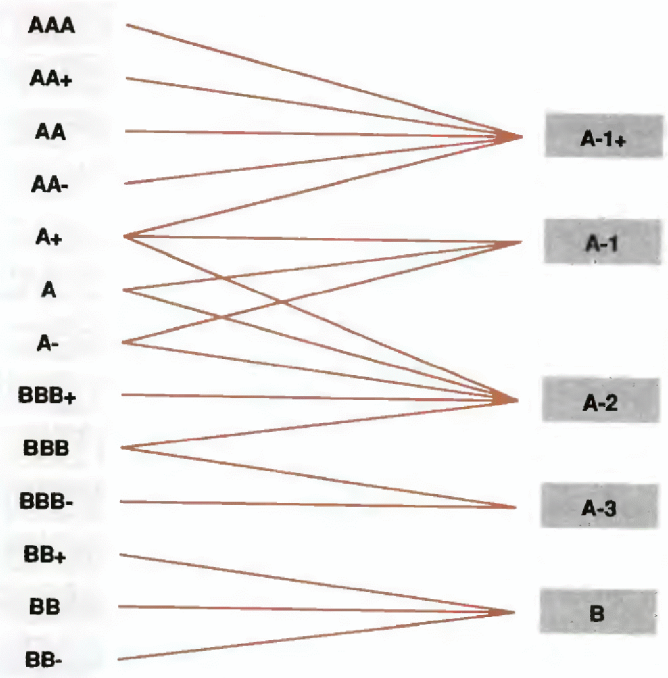
Negative significa que la calificación puede bajar.

Stable indica que no es probable que la calificación varíe.

Developing significa que la calificación puede subir o bajar.

N.M. indica no significativo.

CORRELACION DE LAS CALIFICACIONES DE PAGARES DE EMPRESA CON LAS CALIFICACIONES DE DEUDA



Fuente: Standard & Poor's.

DEFINICIONES DE LAS CALIFICACIONES DE PAGARES DE EMPRESA

Una calificación de pagarés de empresa de Standard & Poor's es una valoración actual de la probabilidad de que se realice puntualmente el pago de una deuda que tiene un vencimiento original no mayor de 365 días.

Las calificaciones se escalonan en varias categorías, que van desde «A-1» para las obligaciones de máxima calidad hasta «D» para las de mínima. Estas categorías son las siguientes:

A-1. Esta categoría máxima indica que el grado de seguridad de que se pague puntualmente es fuerte. Aquellas emisiones que se consideran provistas de características de seguridad extremadamente fuertes se denotan con el añadido de un signo más (+).

A-2. Esta designación se otorga a emisiones con una capacidad satisfactoria de pago puntual. Sin embargo, el grado relativo de seguridad no es tan alto como en las emisiones calificadas de «A-1».

A-3. Las emisiones que reciben esta calificación tienen una adecuada capacidad de pago puntual. Son, sin embargo, más vulnerables a los efectos adversos de cambios en las circunstancias que las obligaciones que ostentan calificaciones superiores.

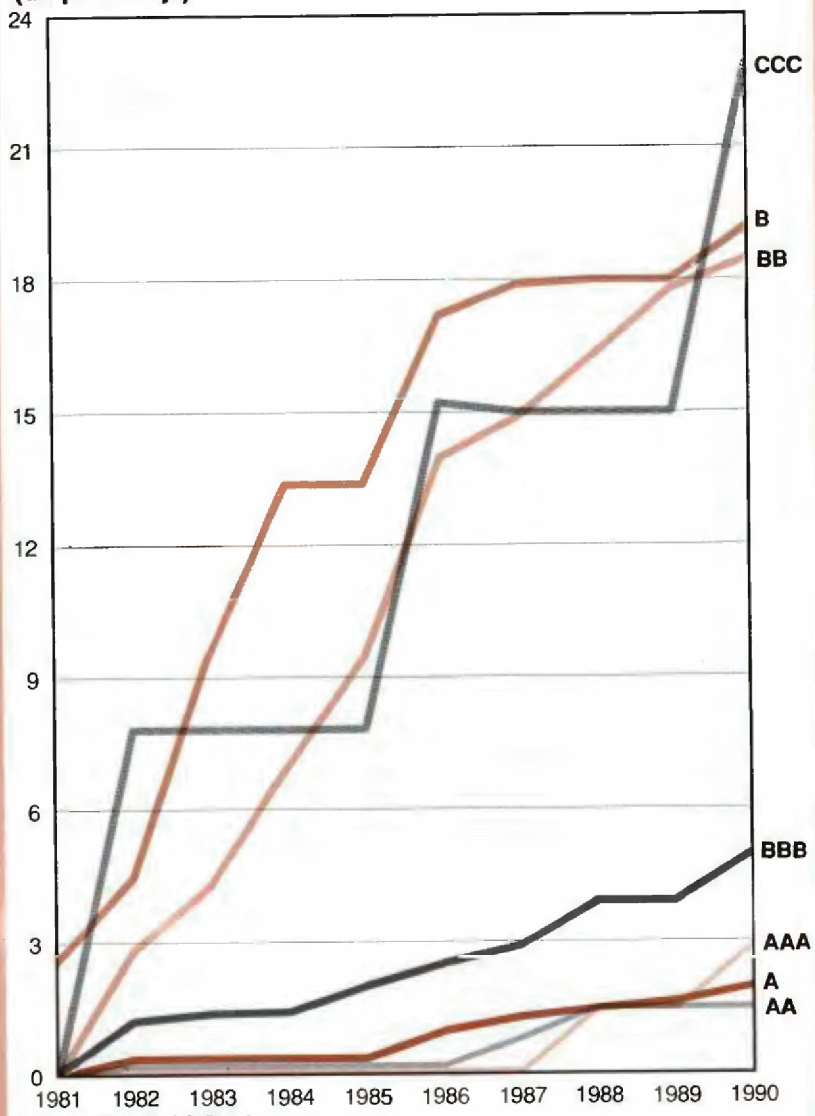
B. Las emisiones calificadas de «B» son aquellas en las que la capacidad de pago puntual se considera sólo especulativa.

C. Esta calificación se asigna a obligaciones de deuda a corto plazo con capacidad de pago dudosa.

D. La deuda calificada de «D» se encuentra incumplida. La categoría de calificación «D» se emplea cuando no se han satisfecho puntualmente los pagos de intereses o principal, aunque no se haya agotado el período de gracia, a menos que S&P crea que dichos pagos se efectuarán dentro del período de gracia.

La calificación de pagarés de empresa no es una recomentación de compra, venta o mantenimiento de un título, ya que no hace referencia a su precio de mercado ni a su conveniencia para un determinado inversor. Las calificaciones se basan en información actual suministrada a S&P por el emisor u obtenida por S&P en otras fuentes que considere fiables. S&P no efectúa auditorías en relación con sus calificaciones, y en ocasiones puede apoyarse en datos financieros no auditados. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas si esa información varía o no se puede disponer de ella, o en razón de otras circunstancias.

GRAFICO 1
TASAS ACUMULATIVAS DE INCUMPLIMIENTO EN UNA MUESTRA ESTATICA
(En porcentaje)



Fuente: Standard & Poor's.

versión y de deuda inicialmente calificada en la escala especulativa. Dentro de la clasificación de inversión, los casos de incumplimiento no llegaron a un 5 por 100, siendo más infrecuentes en las emisiones de deuda inicialmente calificadas en el nivel A o por encima de él. En cambio, a las calificaciones iniciales en la escala especulativa correspondió un nivel de resultados sustancialmente inferior, con aproximadamente un 20 por 100 de incumplimiento entre los emisores durante el período considerado.

Un estudio de Moody's de enero de 1992 cubre un período de veintidós años (1970 a 1989), y arroja una conclusión semejante (3). A partir de una extensa muestra de bonos calificados, el estudio de Moody's concluía que las tasas de incumplimiento acumulativas de deuda inicialmente calificada por Moody's como de inversión era un 5,2 por 100, mientras que la misma tasa de deuda clasificada como especulativa era un 22,9 por 100. Otros estudios llevados a cabo por expertos académicos independientes reflejan, en general, la misma relación entre niveles de calificación y frecuencia de incumplimiento.

Si bien este tipo de estudios de incumplimiento revelan que las calificaciones no son indicadores perfectos de la calidad crediticia, la experiencia, hasta la fecha, indica que las calificaciones en escala de inversión de las dos mayores agencias de calificación presentan un nivel de calidad crediticia sustancialmente superior y una frecuencia de incumplimiento muy baja en comparación con la deuda calificada como especulativa. Una calificación en la escala de inversión no elimina el riesgo de incumplimiento, pero las calificaciones han servido de orientación precisa a los inversores a la hora de evaluar el riesgo de crédito. Hay que hacer hincapié en que los estudios citados se refieren específicamente a calificaciones otorgadas por Standard & Poor's y Moody's. Dada la falta de datos y la experiencia más limitada de otras agencias de calificación, no se puede deducir que todas las agencias tengan un historial semejante de exactitud en sus calificaciones.

IV. APLICACIONES DE LAS CALIFICACIONES EN LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES

El empleo de calificaciones en los mercados de capitales internacionales varía considerablemente de un mercado a otro, como reflejo, en parte, del tamaño y profundidad del mercado, y, en parte, de la presencia de una agencia de calificación en el mercado local. La normativa gubernamental que exija el uso de califi-

caciones también puede ser un factor importante.

1. Estados Unidos

Se podría decir que es en el mercado de capitales de Estados Unidos donde más han prosperado las calificaciones, tanto por el gran número de emisores y tipos de títulos como por la larga historia de actividad de las agencias de calificación en él. Es difícil cuantificar la proporción exacta de renta fija calificada, pero si no llega al 100 por 100, se acerca mucho. Las calificaciones han venido a ser una institución permanente en el mercado estadounidense, y la mayoría de los inversores institucionales las incluyen entre los criterios utilizados a la hora de decidir sus inversiones. Al mismo tiempo, los requisitos de publicidad exigidos por la Securities and Exchange Commission (SEC) para las emisiones de bonos a largo plazo en el mercado interior estadounidense suministran una amplia base de información que permite a las agencias de calificación analizar con detalle las emisiones de bonos colocadas en ese mercado. En la actualidad, Standard & Poor's mantiene calificaciones de más de 3.000 emisores empresariales y bancarios, 10.000 entidades municipales, estatales y soberanas, y más de 10.000 emisiones de financiación estructurada en el mercado estadounidense.

2. El euromercado

Fuera de Estados Unidos, el usuario más activo de calificaciones es el euromercado, aunque el empleo de calificaciones está aquí menos extendido que en aquel país. Es éste un mercado relativamente joven —se constituyó en los años setenta— y, tradicionalmente, su estructura ha sido más informal que la del mercado de capitales estadounidense u otros nacionales. Sobre todo en sus primeros años, los inversores en eurobonos se apoyaban principalmente en el nombre de los emisores para orientar sus decisiones de inversión. Con una base de emisores relativamente pequeña, compuesta principalmente por gobiernos soberanos, instituciones supranacionales, y bancos y empresas grandes y muy conocidos, la necesidad de un sistema más sofisticado de valoración de la solvencia era menor.

Pero cuando el euromercado empezó a crecer, en los años ochenta, su base de emisores se ensanchó, dando cabida a emisores de todo el mundo más pequeños y menos conocidos. El resultado fue que los inversores en el euromercado consultaran las calificaciones para guiarse en un panorama de emisiones de deuda cada día más complicado, y que, a su vez, muchos emisores las solicitaran para distinguirse de los emisores no calificados, posiblemente inferiores en calidad crediticia. El euromercado ha experimentado también incumplimientos en el ambiente de debilidad económica de finales de los años ochenta y comienzos de los noventa. Casos de incumplimiento en emisiones de firmas tales como Olympia and York en el Canadá, Integrated Resources en Estados Unidos y The Bond Corporation en Australia han demostrado al euromercado que el riesgo de crédito es un problema real. Por consiguiente, la importancia de las calificaciones en el euromercado ha aumentado.

Según datos recogidos por Standard & Poor's sobre su propia actividad calificadora en el mercado de eurobonos, de los 1.581 eurobonos vendidos entre julio de 1991 y junio de 1992 inclusive, el 52,1 por 100 fueron calificados por Standard & Poor's (con la cooperación del emisor). En volumen de deuda vendida, lo calificado por Standard and Poor's fue el 64,2 por 100, lo que indica que en el euromercado las calificaciones son más frecuentes en las emisiones de deuda mayores. Ese porcentaje de implantación de las calificaciones representa un aumento significativo en comparación con la primera mitad de la década de los ochenta; pero, en comparación con Estados Unidos, está claro que las calificaciones se utilizan menos en el euromercado. Sin embargo, la creciente aceptación de su necesidad, el tamaño y complejidad cada vez mayores del euromercado y la creciente preocupación de los inversores por la calidad crediticia llevan a pensar que la importancia de las calificaciones seguirá aumentando en el euromercado.

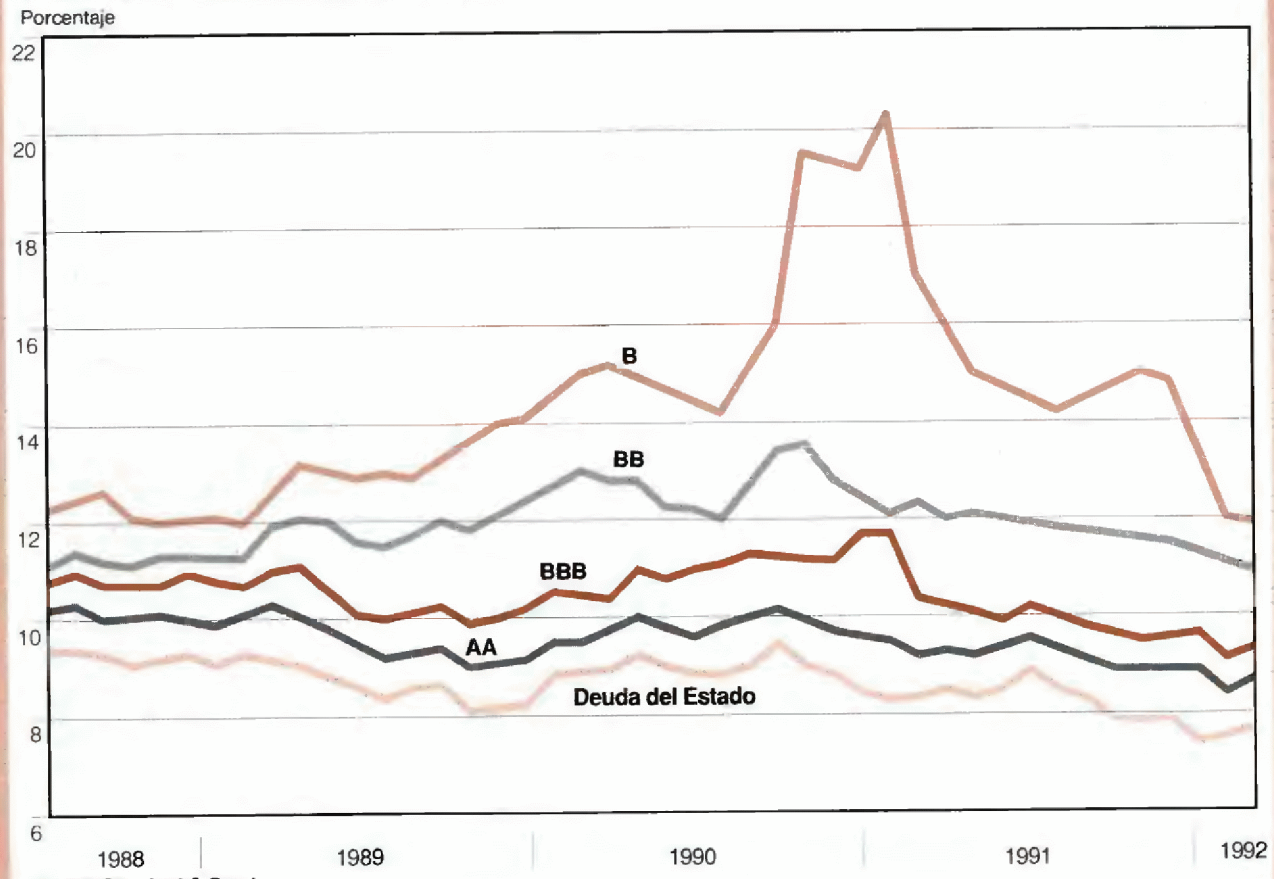
3. Mercados de deuda nacionales

Junto al crecimiento del euromercado, los últimos años han presenciado también la expansión de los mercados de deuda nacionales en distintos países. En Europa, esto es especialmente cierto en el caso de los mercados de pagarés de empresa a corto plazo que se han constituido en muchos países, entre ellos Francia, el Reino Unido, Alemania, Suecia, España, Holanda, Bélgica y Portugal. Es difícil generalizar sobre el papel de las calificaciones en esos mercados, aparte de decir que las calificaciones desempeñan en ellos, en conjunto, un papel menos activo que en los Estados Unidos y en el euromercado. Pero hay excepciones, particularmente en Francia, donde la normativa gubernamental exige la calificación en determinados casos, tales como el de los pagarés de empresas con vencimiento superior a dos años y las financiaciones estructuradas. En la medida, no obstante, en que los mercados locales sigan creciendo en número de emisores, volumen de emisiones y tipos de título, es razonable suponer que hagan un uso creciente de las calificaciones, como ha sucedido en Estados Unidos y en el euromercado. El caso concreto de España se examinará brevemente al final de este artículo.

V. COSTES Y BENEFICIOS DE LAS CALIFICACIONES

Aunque puede decirse que, en conjunto, las calificaciones sirven a la finalidad general de mejorar la eficiencia de los mercados de deuda, sus costes y beneficios relativos varían para los distintos participantes en el mercado. Que las calificaciones desempeñan muchas funciones diferentes se observa examinando sus

GRAFICO 2
RENDIMIENTO DE BONOS INDUSTRIALES Y DE DEUDA DEL ESTADO, EN EE. UU.



Fuente: Standard & Poor's.

repercusiones sobre cada participante. Es claro que a quienes más afectan es a los inversores y a los emisores, pero también se puede hablar de su efecto sobre las perspectivas de los intermediarios financieros y los reguladores del mercado.

1. Inversores

En tanto en cuanto las calificaciones son básicamente un servicio a los inversores, éstos deben ser sus principales beneficiarios. Según cuáles sean la estrategia de inversión y los recursos analíticos del inversor, una calificación puede ser complemento o sustituto del análisis crediticio interno. Incluso para un inversor que cuente con una fuerte capacidad analítica propia, la calificación puede ofrecer una segunda opinión bien informada. Así ocurre, en particular, en aquellos casos en que los analistas de la agencia de calificación disponen de acceso a la gestión de los emisores calificados y a informaciones acerca del emisor que no son de dominio público.

Quizá la utilidad más básica de la calificación para el inversor esté en la determinación de si el riesgo de crédito de una emisión, según se expresa en la calificación, es congruente con las preferencias de riesgo del propio inversor. Además, dentro del abanico de las oportunidades de inversión que presentan unos parámetros de riesgo de crédito aceptables, los inversores se sirven de las calificaciones para calcular el rendimiento apropiado del instrumento de deuda, en términos de riesgo/remuneración. Las calificaciones presentan el riesgo de crédito de las emisiones de deuda a lo largo de una escala, y los inversores utilizan esa escala para exigir un rendimiento más alto en las emisiones con calificación crediticia menor.

Esa vinculación se ilustra en el gráfico 2, que muestra la relación entre los rendimientos de bonos industriales estadounidenses y de deuda pública estadounidense «libre de riesgo» (con una calificación implícita

AAA) en 1988-1992. No es sorprendente que la brecha de rendimiento mayor se dé entre emisiones con calificaciones BBB y BB, reflejando la brecha entre emisiones de inversión y emisiones especulativas. Como ya hemos señalado, se ha visto que el incumplimiento en deuda especulativa era notablemente superior al incumplimiento en deuda de inversión. Es razonable, pues, que el inversor exija una rendimiento sustancialmente mayor para la deuda con características especulativas. Este empleo de las calificaciones para relacionar el riesgo de crédito y los rendimientos hace posible una formación de precios más racional y refinada para la deuda de renta fija y, por consiguiente, un mercado de deuda más eficiente. Este es un beneficio clave de las calificaciones para los inversores.

Además, las calificaciones pueden contribuir a ensanchar los horizontes de los inversores, sobre todo de los inversores pequeños o medianos que no tengan los recursos necesarios para estudiar la calidad crediticia fuera de su país o región. Las calificaciones ayudan a los inversores a apreciar los riesgos de crédito de compañías de todo el mundo, facilitando así la diversificación internacional de sus carteras.

2. Emisores

El otro grupo principalmente afectado por las calificaciones es el de los emisores. A diferencia de los inversores, sin embargo, los emisores encuentran, a la vez, costes y beneficios en un sistema de calificaciones. Si faltara la demanda de los inversores, no es probable que muchos emisores quisieran que su deuda fuera calificada con independencia. En muchos casos, los emisores pagan a las agencias de calificación por su servicio, y es frecuente que altos directivos del emisor dediquen mucho tiempo a entrevistarse con las agencias de calificación y a mantener un diálogo con ellas.

Pero para los emisores hay, a la vez, beneficios y costes. Lógicamente, los beneficios suelen ser mayores para los de mayor calidad crediticia, y los costes suelen ser más gravosos para los emisores de solvencia más débil.

Entre los beneficios más importantes, las calificaciones proporcionan a menudo al emisor un «permiso de entrada» en los mercados de renta fija, ensanchando sus posibilidades de financiación. Así ocurre especialmente en el mercado estadounidense, donde los inversores tienden a esperar que toda emisión de renta fija sea calificada. También ocurre cuando el emisor desea acceder a mercados de capitales fuera de su país, en los que su nombre o calidad crediticia quizá no sean lo bastante conocidos. Incluso si el emisor emite en su mercado nacional y su calidad crediticia no está reconocida por el mercado, una calificación puede servir para mejorar la imagen de la compañía de cara al mercado. Así sucede a menudo en el caso de los emisores pequeños y poco conocidos.

Por todas esas consideraciones, las compañías que cuentan con una buena calidad crediticia y, por lo tanto, buenas calificaciones pueden conseguir mejores precios, términos y condiciones en sus títulos de renta fija. Ello puede redundar en mejores costes de endeudamiento y, en última instancia, en una mayor flexibilidad financiera.

En muchos aspectos, los «costes» de la calificación para el emisor son la imagen especular de los beneficios potenciales, particularmente para los emisores de menor calidad crediticia. Una compañía que reciba una calificación baja puede ver limitado su acceso a los mercados de renta fija, o tener que aceptar términos y condiciones peores. Sucede así, sobre todo, en el caso de un emisor grande, de nombre muy conocido, cuya calidad crediticia subyacente resulte ser inferior a la que el público percibe.

Un aspecto potencialmente negativo de las calificaciones, desde el punto de vista del emisor, es no sólo la posibilidad de recibir una calificación inicial baja, sino también la de que esa calificación sea rebajada más adelante. Es cierto que las calificaciones deben ser otorgadas teniendo en cuenta el ciclo de negocio del emisor y, por lo tanto, deberían soportar las oscilaciones cíclicas normales; pero pueden producirse acontecimientos económicos, competitivos o financieros que desborden los supuestos de partida del comité calificador. Fruto de esos acontecimientos puede ser la modificación de la calificación, en sentido positivo o negativo. Si un emisor ve su calificación modificada a la baja, ello no sólo podrá afectar negativamente a la cotización de su deuda, sino que también podrá tener efectos negativos sobre la imagen global del emisor en el mercado.

Los emisores pueden afrontar los costes potenciales de un sistema de calificaciones, pero habrán de sopesarlos frente a las ventajas de participar en mercados de renta fija. Para los emisores con una calidad crediticia alta, los beneficios derivados de la calificación, normalmente, serán mayores que sus posibles costes. Para las calidades crediticias más débiles, puede suceder lo contrario.

3. Intermediarios financieros

En su condición de aseguradores y vendedores de títulos en el mercado de renta fija, también los intermediarios financieros se ven afectados por el sistema de calificaciones, aunque quizá de manera menos directa que los inversores y los emisores.

Las calificaciones pueden ayudar a los intermediarios a vender instrumentos de deuda, porque la opinión independiente de una agencia de calificación profesional puede reducir la necesidad de convencer al inversor de la calidad crediticia del emisor. Además, dado que muchos inversores institucionales se rigen por normas internas que exigen calificaciones, éstas pueden permitir que el intermediario llegue a un mayor número de inversores que si la deuda del emisor no fuera calificada. En este aspecto, lo normal es que las calificaciones faciliten la tarea del in-

termediario, pero la asignación de una calificación baja a una emisión de deuda puede surtir el efecto contrario.

Otro beneficio importante de las calificaciones para los intermediarios financieros guarda relación con la formación del precio de los instrumentos de deuda. La calificación puede suministrar una base objetiva para establecer el rendimiento de un título de renta fija sobre un esquema de riesgo/remuneración, en congruencia con las normas del mercado. Es frecuente que los aseguradores se vean presionados por sus clientes a lanzar una emisión de deuda en el mercado con la estructura de precios más favorable, que acaso guarde escasa relación con la calidad crediticia intrínseca del emisor. Una agencia de calificación puede actuar como parte neutral y permitir que las condiciones de la emisión se fijen debidamente, sin deterioro de la relación entre emisor y asegurador.

Las calificaciones pueden también beneficiar a los aseguradores sirviendo de parachoques en su relación con los inversores. Por su propia naturaleza, la calificación subraya que el inversor incurre en cierto grado de riesgo de crédito cuando compra un título de renta fija (al menos, siempre que no se trate de deuda pública «libre de riesgo»). En los mercados de capitales con una base de inversores menos sofisticada, los inversores han supuesto equivocadamente en el pasado que el asegurador avalaba los títulos que vendía al público, incluso frente a un posible incumplimiento.

Está claro que los intermediarios financieros no desean que la comunidad inversora los considere responsables últimos de los riesgos de crédito del mercado. Un sistema de calificaciones contribuye a que eso quede claro.

4. Reguladores

Los reguladores del mercado, cuya misión consiste en garantizar el buen funcionamiento del mercado de capitales del país, se ven también indirectamente afectados por un sistema de calificaciones. En este contexto, reguladores pueden ser los bancos centrales, los ministerios de Economía y los organismos específicos del mercado de títulos, como es, en España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Para los reguladores, la existencia de un servicio de calificación competente, independiente y objetivo puede coadyuvar a sus propios objetivos de fomentar la eficiencia y solidez en el mercado de capitales. Al aceptar calificaciones, el mercado, de hecho, se autoimpone una cierta regulación, empleando las calificaciones para retirar del mercado los casos de solvencia más débil y establecer una base racional de cotización de los títulos de renta fija.

Un mercado de capitales eficiente puede, a su vez, generar economías en la formación de capital, un potencial de atracción de mayores entradas de capital de inversores extranjeros y, en último término, una mayor integración del país en los mercados financieros internacionales. Las calificaciones, por sí solas, no bastan para lograr esos objetivos de largo alcance, pero un sistema de calificaciones sólido puede contribuir a esos fines.

VI. EL PAPEL DE LAS CALIFICACIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL DE RENTA FIJA

Son ya varios los emisores españoles que han sido calificados para mercados de capitales exteriores a España, pero las calificaciones no desempeñan aún un papel significativo dentro del mercado de renta fija español. Hasta cierto punto, ello es reflejo del hecho de que el mercado español de renta fija está dominado por la deuda pública. En 1991, por ejemplo, se colocaron en el mercado español 12,3 billones de pesetas de deuda pública, frente a 2,88 billones de deuda del sector privado (4). Con un riesgo de crédito mínimo o nulo en esos títulos del Estado, los beneficios de un servicio de calificaciones para el mercado español de renta fija son limitados. Por otra parte, el papel de la deuda no estatal en el mercado interior español ha aumentado en los últimos años, y debe seguir aumentando. Las calificaciones están llamadas, por lo tanto, a desempeñar en España un papel más importante en los años venideros.

En particular, el mercado español de pagarés de empresa ha tenido un desarrollo notable en los últimos años. En diciembre de 1991, había en el mercado 62 emisores registrados ante la CNMV, con pagarés de empresa colocados por valor de 1,7 billones de pesetas, frente a 34 emisores con pagarés colocados por valor de 960.000 millones de pesetas en diciembre de 1990 (5). Aunque seis emisores totalizan el 70 por 100 de los pagarés colocados, la base de emisores abarca un amplio espectro de entidades, entre las que se encuentran servicios públicos, bancos, compañías de *leasing*, administraciones locales y empresas industriales. Este mercado es, asimismo, sensible a las cuestiones del riesgo de crédito, porque ha conocido varios casos de incumplimiento; el último, el de la empresa química Ercros. Además de los pagarés de empresa registrados ante la CNMV, existen también muchas colocaciones de pagarés de empresa privados, por un volumen difícil de cuantificar.

En 1991, el mercado español de bonos del sector privado tenía 60 emisores y un volumen de financiación de 1,1 billones de pesetas. También aquí están representados emisores muy diversos, siendo los más numerosos las cajas de ahorros. La emisión de bonos ha sido errática en España durante los últimos años, en parte como reflejo del nivel de los tipos de interés y del ciclo de inversión. El alto nivel de los tipos de interés en España —en estos momentos superior al 13 por 100— sugiere que la emisión interior de bonos habrá de aumentar por encima de los niveles de 1991 en el momento en que haya una mejora de la situación económica general y unos tipos de interés más bajos. Entretanto, las bol-

sas españolas han implantado recientemente nuevos sistemas electrónicos de contratación para acrecentar la eficiencia de las operaciones en el mercado de bonos.

Además de bonos clásicos y pagarés de empresa, en España se han desarrollado otras formas de financiación que también podrían ser calificadas. Las financiaciones estructuradas, concretamente las respaldadas con préstamos hipotecarios, han aparecido en el mercado español, y presentan un potencial de crecimiento futuro. La complejidad de esta clase de financiación hace muy necesarias las calificaciones para dar a los inversores una idea de la calidad de los activos que las respaldan, así como de la solidez de la estructura en que se integran esos activos. Además, los fondos mutuos de renta fija han tenido bastante aceptación en los últimos años. Sobre todo en el caso de los fondos que mantienen una proporción elevada de deuda no gubernamental, las calificaciones pueden ser importantes a la hora de evaluar la calidad crediticia del fondo.

Las expectativas de crecimiento del mercado de deuda del sector privado en España, la gran diversidad de tipos de emisor y la presencia de títulos complejos, como son las financiaciones estructuradas y los fondos mutuos de renta fija, indican un potencial de crecimiento de las calificaciones en el mercado español. Con esa previsión, en 1991 y 1992 se han establecido en España tres agencias de calificación: Iberating, S. A., filial de Standard & Poor's; Research Associates, e IBCA España, filial de IBCA Ltd.

El éxito definitivo de las calificaciones en el mercado español está por ver. Sin embargo, la pauta de desarrollo del mercado español de renta fija es semejante a la de otros mercados en los que las calificaciones han arraigado sólidamente. El Banco de España, el Ministerio de Economía y la CNMV apoyan la implantación de las calificaciones en el mercado interior español. Ese apoyo es indispensable, pero, en última instancia, el éxito de un sistema de calificaciones en España dependerá de la demanda de éste por parte de los inversores en renta fija, así como de la buena disposición de los emisores de deuda en el mercado español a participar en el proceso de calificación.

NOTAS

(*) Título original: «Rating agencies and the fixed income market». Traducción de María Luisa Balseiro.

(1) *Financial Times* (1992), *FT-Credit ratings international*, FT Business Enterprises, Londres.

(2) Standard and Poor's Corporation, «Corporate bond default study», 16 de septiembre de 1991, Chart 1, *CreditWeek*, Nueva York.

(3) Moody's Investors Service (1990), «Corporate bond defaults and default rates, 1970-1989», *Moody's special report*, Nueva York.

(4) Comisión Nacional del Mercado de Valores (1991), *Informe Anual 1991*, Madrid.

(5) Comisión Nacional del Mercado de Valores (1991), *Informe Anual 1991*, Madrid.

OTRAS FUENTES BIBLIOGRAFICAS

Altman, E. (1988), *Measuring corporate bond mortality and performance.*

— y Nanmacher, S. (1985), «The default rate experience of high yield corporate debt», *Financial Analysts Journal*, julio-agosto de 1985.

Asquith, P.; Mullions, D., y Wolff, E. (1989), «Original issue high yield bonds: Aging analysis of defaults, exchanges and calls», *Journal of Finance*, septiembre de 1989.

The Economist (1991), «Beyond the second opinion», 30 de marzo de 1991, Londres.

Hickman, W. Braddock (1958), *Corporate bond quality and investor experience.*

S&P's Corporate Finance Criteria (1992), *Standard & Poor's debt rating*, Nueva York.