

Resumen

Las agencias de calificación ayudan a superar las asimetrías de información características de los mercados financieros, por lo que tienen un papel relevante en la financiación empresarial. Este papel se produce por dos vías. La primera, a través de la calificación de empresas que acuden directamente a los mercados para financiarse. La segunda es indirecta, y afecta al canal crediticio a través de la emisión de *ratings* bancarios. Este trabajo aporta evidencia sobre el papel de las agencias de *rating* en estas dos vías de influencia. En primer lugar, se comparan las empresas españolas con *rating* con las de otros países. En segundo lugar, se analiza la evolución de los *ratings* bancarios. Los resultados muestran que las empresas españolas con *rating* son de gran tamaño y pertenecen fundamentalmente al sector financiero, y en menor proporción al de la construcción, las industrias manufactureras, la energía y las telecomunicaciones. Además, con la crisis el *rating* de la empresa española se reduce más intensamente que en otros países, debido a la mayor debilidad financiera de las empresas. En el caso de los bancos, los resultados reflejan que el ajuste en España es más intenso que en otros países debido no sólo a la reestructuración y saneamiento del sector, sino también al endurecimiento de los criterios de calificación.

Palabras clave: agencias de *rating*, crédito bancario, finanzas corporativas, regulación.

Abstract

Rating agencies have a relevant role in business finance as they help to overcome the information asymmetries present in financial markets. Their contribution is carried out basically by two different channels: by the direct evaluation of the firms which are financed in the markets, and indirectly by the credit channel when they rate banks. This paper offers evidence on the relevance of the rating agencies in both channels by 1) comparing the Spanish firms which have issuer rating with those in other developed countries, and 2) analyzing the evolution of bank ratings in the international context. Results show that Spanish firms with issuer rating are generally large, and they belong basically to the financial sector and to a lower extent to the construction, manufacturing, energy and telecommunication industries. Furthermore, the reduction of the average rating of the Spanish firms is more severe than in other countries due to their higher financial fragility. Results also show that the downgrade in the rating of Spanish banks is higher than in other countries. This is due, not only because of the restructuring and cleaning up of the sector, but also to the hardening of the rating criteria of the agencies.

Key words: rating agency, bank credit, corporate finance, regulation.

JEL classification: G24, L10, O16.

RATINGS Y FINANCIACIÓN EMPRESARIAL (*)

Juan FERNÁNDEZ DE GUEVARA

Universitat de València e IVIE

Carlos SALVADOR

Cunef

I. INTRODUCCIÓN

UN *rating* es un indicador de la opinión de una agencia de calificación sobre la capacidad relativa de una entidad para cumplir con sus compromisos financieros. De forma más precisa, el International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en mayo de 2008 definió los *ratings* como «una opinión relativa a la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, un valor de deuda o análogo o un emisor de tales obligaciones, expresada mediante el uso de un sistema de clasificación establecido y definido». Estas opiniones son relevantes para los mercados financieros, pues ayudan a superar las asimetrías de información y a evaluar el riesgo inherente a algunas operaciones, permitiendo incrementar la financiación y reducir el coste del capital. Además, los *ratings*, según argumentan las agencias de calificación, se corresponden con una visión de largo plazo (*Through The Cycle*) en la que únicamente se modifican las evaluaciones que realizan cuando cambia de forma permanente el riesgo asumido, sin variar por acontecimientos puntuales que afecten en el corto plazo a la empresa, o al instrumento financiero evaluado (evaluación *Point In Time*).

A pesar de la relevancia y la utilidad que tienen los *ratings* en los mercados financieros, con

el inicio de la crisis financiera en el 2008 y la posterior crisis de deuda soberana en Europa en 2010, las agencias de calificación han estado en el punto de mira debido a distintos motivos: los fallos cometidos a lo largo del tiempo al reaccionar a los cambios que estaban sucediendo más que anticiparlos (Reisen y Maltzan, 1999; Ferri *et al.*, 1999), su modelo de negocio (Bank of England, 2011), la estructura oligopolística de la industria (Dittrich, 2007), la escasa transparencia de las metodologías utilizadas Saugar (2011), la relajación de sus criterios de calificación durante el periodo de crecimiento hasta el inicio de la reciente crisis (SEC, 2008; IMF, 2010), la excesiva dependencia de los *ratings* tanto por parte de los inversores como de los reguladores, y la ausencia de una regulación estricta que garantice la calidad de los *ratings* emitidos.

Todas estas críticas a las agencias de calificación han puesto en alerta a los reguladores, tanto en los Estados Unidos, Europa y en otras áreas geográficas. Así, si la industria del *rating* tradicionalmente se caracterizaba por la ausencia de regulación estricta que garantizará la calidad de los *ratings* emitidos, a raíz de la crisis *subprime* se han introducido diversas reformas con objeto de hacer más transparente la emisión de los *ratings* por parte de las agencias, incrementar la responsabilidad de las agencias

de calificación, así como para introducir mayor competencia en la industria.

Estos cambios regulatorios se han desarrollado con el estallido de la crisis que empezó en 2008. En muchos países desarrollados se ha producido un proceso de desapalancamiento como consecuencia de la necesidad de reducir el nivel de deuda –tanto pública como privada– acumulada en las etapas de expansión. Sin duda alguna, los desequilibrios internos generados en la etapa de expansión fueron determinantes de este sobreendeudamiento (burbuja en los mercados de algunos activos, particularmente los inmobiliarios, excesiva asunción de riesgos y subvaloración de estos por parte de las entidades financieras, exceso de liquidez y bajos tipos de interés, etc.), pero también las agencias de calificación pueden haber tenido su papel, al otorgar elevados *ratings* a productos financieros que deberían haber tenido una calificación menor. Del mismo modo, en la etapa de crisis, las agencias de *rating* pueden haber contribuido al *credit crunch* al rebajar las calificaciones que emitían y haberse vuelto más exigentes.

En este contexto, el presente trabajo aborda la influencia de las agencias de *rating* a la hora de financiar a la economía española, particularmente a las empresas. Para medir esta influencia se adopta una doble perspectiva. Por un lado, se realiza un análisis comparado de las características de las empresas españolas que son evaluadas por agencias de calificación para conocer sus características diferenciales con otros países desarrollados. Para ello, se utiliza una base de datos de más de 7.434 empresas de los países europeos, Estados Unidos,

Canadá y Japón con el objetivo de contrastar las particularidades de las empresas españolas en el contexto internacional. Este análisis revela que en España, como en el conjunto de países desarrollados, las empresas calificadas tienen dos características fundamentales: o bien pertenecen al sector financiero, o son grandes empresas. Además, las empresas españolas que cuentan con *rating* pertenecen principalmente al sector financiero, y en menor proporción al de la construcción, industrias manufactureras, energía y las telecomunicaciones. Con el inicio de la crisis, el ajuste en el *rating* de las empresas españolas ha sido más intenso que en otros países por la mayor debilidad financiera de las empresas. Además, las empresas españolas han pasado de estar en valores cercanos a la media de países a estar entre los países que menores *ratings* mostraban.

Estos datos sugieren que la influencia de las agencias de calificación en la financiación a la economía se va a circunscribir fundamentalmente a los efectos que sus decisiones tengan sobre las grandes empresas, aquellas que tienen capacidad de acceder directamente a los mercados de capitales mediante emisiones de deuda (renta fija) o acciones, y en las empresas financieras. ¿Quiere esto decir que la influencia de las agencias de calificación sobre el crédito bancario es reducida? Dado que los bancos que están habitualmente evaluados por las agencias de calificación, sus decisiones han tenido en los años de crisis un papel determinante. En la medida que estas entidades se financien en los mercados de capitales internacionales, las variaciones de los *ratings* condicionarán de forma decisiva la capacidad de acceso y el coste que tienen que asumir las entidades banca-

rias por su financiación. Los bancos, a su vez, trasladarán estas condiciones a sus clientes, entre ellos, afectando la disponibilidad y al coste del crédito.

La evidencia que se muestra en este trabajo indica que con la crisis financiera en términos generales las entidades bancarias han experimentado una caída en sus *ratings*. Estos menores *ratings* no se deben únicamente a la posición financiera más débil que han tenido en los años de crisis, sino también se deben por un endurecimiento de la política de calificación. Sin duda, esta situación ha coadyuvado a la restricción crediticia que hemos visto en los años recientes.

El resto del trabajo se organiza como sigue. En la siguiente sección se describe el papel de las agencias de calificación en la financiación de la economía, estableciéndose fundamentalmente dos vías de influencia distintos: evaluación directa de empresas no financieras y asignación de *rating* a entidades financieras. En la tercera sección, se compara la empresa española que cuentan con *rating* con las de otros países desarrollados en distintas dimensiones (sectores de actividad, tamaño, rentabilidad, endeudamiento, etc.). A continuación, en la cuarta sección, se analiza la evolución de los *ratings* de las empresas financieras españolas, comparándolas con las de otros países de nuestro entorno cuantificando el impacto que han tenido el cambio en las políticas que las agencias de calificación en sus *ratings*. Con esta sección se comprueba que las agencias de calificación han seguido políticas procíclicas, en las que asignaban excesivos *ratings* durante las fases de crecimiento económico, mientras que en las etapas recesivas endurecían sus criterios

de calificación, penalizando a las entidades financieras. Por último, en la quinta sección se resumen las principales conclusiones del trabajo.

II. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

Como se ha comentado anteriormente, los *ratings* no son más que opiniones de las agencias de calificación sobre la solvencia de una entidad, de un emisor de un instrumento financiero, o del propio instrumento financiero (compromiso de crédito, valor de deuda, acciones o participaciones, derivados financieros, etc.). Lo que caracteriza, o debería caracterizar, al *rating* es que la opinión debe estar fundamentada por, en términos de la IOSCO, «un sistema de clasificación establecido y definido».

Si simplemente se tratan de opiniones de las agencias, ¿por qué son tan importantes para los mercados financieros? Básicamente por dos motivos. En primer lugar, porque en los mercados financieros existen importantes asimetrías de información entre los inversores y los emisores de valores. El papel de las agencias de calificación se basa en reducir el problema de desigual información disponible entre los emisores e inversores, y reducir la complejidad de algunos instrumentos financieros (Trujillo del Valle, 2011). Los inversores no siempre tienen acceso a toda la información disponible sobre los emisores, ni el conocimiento ni la *expertise* para procesarla y evaluarla. En este sentido, como señala Soriano (2011), los *ratings* son un indicador que proporciona a los inversores y los gestores de riesgo un

lenguaje común y una medida de riesgo que permite realizar comparaciones y aporta información sobre gestión del riesgo para la toma de sus decisiones de inversión. Por otra parte, las agencias de calificación son importantes porque las empresas pueden ser reacias a distribuir información privada y prefieren transmitir dicha información a las agencias de calificación con el fin de que estas elaboren un indicador sintético sobre el riesgo de crédito que recoja dicha información. Además, debido a que las agencias de calificación son empresas especializadas en el procesamiento de información por la experiencia acumulada y la oportunidad para utilizar economías de escala pueden ofrecer sus servicios sobre evaluación del riesgo a un precio razonable (Mattaroci, 2014).

El segundo motivo de la relevancia de los *ratings* se debe al papel que la regulación les asigna. Desde los años 70, en los Estados Unidos y Europa los reguladores incrementaron el uso de los *ratings* en numerosos ámbitos. Desde el punto de vista de la regulación, la utilización de *rating* no solo es contemplado como un indicador que facilita la superación de las asimetrías de información, y por lo tanto está relacionado con su calidad, sino más bien tiene una función certificadora (Partnoy, 2006; Trujillo del Valle, 2011). Consecuentemente, su creciente uso no únicamente está relacionado con la calidad de sus predicciones. De hecho, diversos trabajos empíricos cuestionan la calidad de los *ratings* emitidos por las agencias de calificación, debido, entre otros factores, a que las agencias suelen ajustar sus criterios durante los periodos de crisis (Alp, 2013; Blume *et al.*, 1998; Gärtner *et al.*, 2011; Baghai *et al.*, 2014; Salvador *et al.*, 2014, a y b).

El primer impulso a la utilización de los *ratings* en la regulación se produjo en los Estados Unidos en los años 30, justamente después de la Gran Depresión (Partnoy, 1999), cuando la Reserva Federal de Bancos en 1930 empezó a utilizar los *ratings* de las emisiones de bonos en la supervisión de las carteras de inversión de los bancos miembros. Hasta el punto que se limitó a los bancos de inversión a que invirtieran en activos dentro del grado de inversión.

El siguiente gran impulso al papel regulatorio del *rating* se dio en los 70 en los Estados Unidos cuando la Security Exchange Commission aprobó el reglamento 15c3-1 que permitía la utilización de los *ratings* en el cálculo de los requerimientos de capital netos para *brókers* y *dealers*. Fue a partir de ese momento cuando se creó el concepto de Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO), es decir, de aquellas agencias que podían emitir *ratings* con fines regulatorios. Desde entonces empezó a producirse una creciente dependencia de los *ratings* en la regulación financiera en los Estados Unidos, como señala Partnoy (2006).

En el caso de la Unión Europea el uso del *rating* también se ha extendido en la regulación financiera. En este sentido, la normativa comunitaria establece la utilización de los *ratings* en varios casos. Por ejemplo, la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, sobre la adecuación de los requerimientos de capital a Basilea III, permite a las entidades de crédito el cálculo del capital mediante la utilización de los *ratings* emitidos por las agencias de calificación reconocidas como External Credit Assessment Institutions (ECAI). Aunque debe

resaltarse que se anima a las entidades financieras a que desarrollen sus propios modelos internos de medición del riesgo. En segundo lugar, la Directiva 2006/73/CE, del 10 de agosto de 2006, sobre los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, asocian la calidad de los instrumentos financieros directamente al *rating* emitido por una agencia reconocida como ECAI. En tercer lugar, en lo que se refiere a las empresas de inversión, la directiva 2006/73/EC para los objetivos de definición de instrumentos de alta calidad del mercado monetario que deben mantener en un fondo del mercado monetario, permite la utilización de los *ratings* emitidos por las agencias designadas como ECAI. En concreto, la directiva requiere que dichos instrumentos deberían disponer de la mayor calificación posible.

En la normativa española, también se ha extendido la utilización de los *ratings* con fines regulatorios. Por ejemplo, según la Circular 1/2009 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CMNV) considera como fondos monetarios aquellos fondos que carezcan en sus carteras de activos con una calificación a corto plazo inferior a A2. También la normativa sobre fondos de titulación hipotecaria y de activos (1) se establece que el riesgo de los valores emitidos con cargo a los fondos de titulación hipotecaria deben contar con un *rating* emitido por una ECAI. Pero, además, como señala Trujillo del Valle (2011) el uso de los *ratings* se ha extendido más en los últimos años. Así, los *ratings* se utilizan como criterio para que determinados activos financieros puedan formar parte de algunos índices (como por ejemplo el índice Itraxx Europa (2)); son

requisitos para la garantía en las operaciones de política monetaria del Banco Central Europeo; se utilizan como uno de los requisitos para que las entidades puedan actuar como contrapartida en los contratos de algunos derivados como los *swap*; algunas instituciones de inversión colectiva y compañías de seguro utilizan los *ratings* para definir sus políticas internas de inversión, etcétera.

En este contexto, a raíz de la crisis financiera, diversas iniciativas han planteado precisamente si las agencias de calificación tienen un excesivo protagonismo en la regulación financiera. En este sentido, el informe del Financial Stability Board (2010) propuso la reducción de la presencia de los *ratings* en las regulaciones financieras y además incentivó a las entidades bancarias, participantes de los mercados financieros e inversores institucionales a que realicen sus propias evaluaciones del riesgo y no únicamente se sustenten de manera mecánica sus evaluaciones del riesgo de crédito en los *ratings* emitidos por las agencias de calificación.

En los Estados Unidos se realizaron una serie de reformas a través de la Ley *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, que incita a las autoridades federales para reducir las referencias regulatorias a los *ratings*. En concreto, la norma, en su sección 939, surge que las autoridades federales deben revisar sus regulaciones que requieran la evaluación del nivel de solvencia de un valor o instrumento de mercado monetario, así como las referencias o requerimientos en los que se utilicen los *ratings* por parte de las agencias de calificación externas. Además incentiva a los participantes de los merca-

dos a que desarrollen sus propios modelos de riesgo de crédito.

En el caso de la Unión Europea con el inicio de la crisis financiera, la Comisión Europea propuso una serie de reformas en la regulación con el objetivo de reducir la excesiva dependencia de las agencias. En el caso de las titulaciones, la Directiva sobre requerimientos de capital, 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, obliga a las entidades financieras a que realicen sus propios análisis sobre el riesgo expuesto en este tipo de activos financieros. Por otra parte, en 2009 el Parlamento Europeo y del Consejo realizó la siguiente propuesta que modificaba el Reglamento (CE) n° 1060/2009 (3) sobre las agencias de calificación crediticia proponía la introducción de una norma que evitase que las entidades financieras y empresas de inversión basen sus criterios únicamente en los *ratings* externos, sino que desarrollen modelos internos que evalúen el riesgo de crédito de las entidades e instrumentos financieros de sus carteras de inversión.

El estallido de la crisis financiera también supuso que se introdujesen medidas, no solo destinadas a variar el peso regulatorio que se le da al *rating*, sino también a mejorar otros aspectos relacionados con el funcionamiento de las agencias de calificación que se habían mostrado mejorables. En primer lugar, a raíz de la recomendación del informe al respecto del Financial Stability Forum (2008), la Organización Internacional de Comisión de Valores (IOSCO) revisó su código de conducta con el fin de introducir modificaciones que incrementasen la transparencia de las metodologías utilizadas

en la elaboración de los *ratings*, así como la competencia en la industria de las agencias. En los Estados Unidos, además, se reformó la *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 mediante la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* en 2010. Por medio de esta reforma se creó la Office of Credit Ratings que, entre otras competencias, podía imponer sanciones y evaluar el desempeño de las agencias reconocidas como NRSRO, cuestión que hasta este momento nunca se había planteado. Además, esta oficina tenía la capacidad de imponer medidas para tratar de evitar conflictos de intereses, aumentar la transparencia de las agencias mediante la difusión de las metodologías utilizadas y exigir responsabilidades e imponer sanciones a las agencias por los errores cometidos.

En Europa también se han llevado a cabo una serie de reformas con el fin reducir los conflictos de interés e incrementar la calidad de los *ratings* de las agencias de calificación. En 2009, el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento (CE) n.º 1060/2009, que entró en vigor el 7 de diciembre de 2009. Este reglamento endureció las normas sobre el régimen de registro y supervisión de las agencias de calificación. Toda agencia debía registrarse para poder operar dentro de la Unión Europea. Además, se definieron normas para garantizar una adecuada calidad y transparencia de los *ratings* emitidos. Esta normativa, aunque supuso un avance, presentaba todavía algunas limitaciones como que no establecía un procedimiento para comprobar y sancionar la calidad de los *ratings*, y que las agencias de calificación no asumían ningún tipo de responsabilidad ante sus fallos. Además, se estableció que la supervisión y registro de las

agencias es competencia de los estados miembros, por lo que las agencias seguían estando sujetas a normas diferentes en función del país en el que se llevaba a cabo su registro.

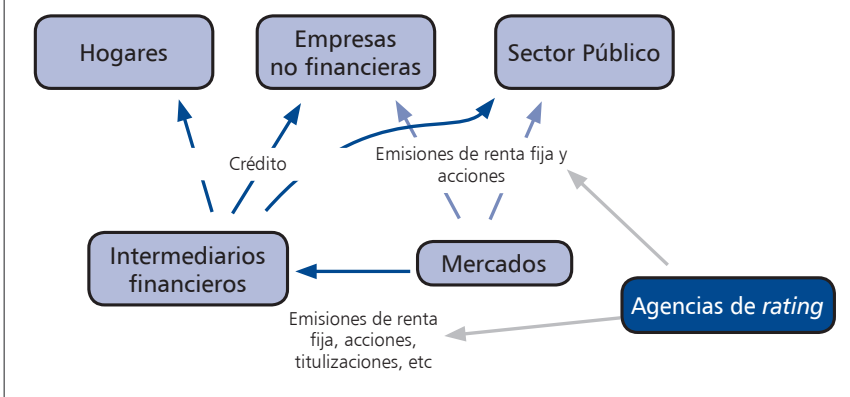
Con la crisis de deuda soberana de los países periféricos de la Unión Europea en 2010 se puso en evidencia que esta reforma no era efectiva. Por este motivo, el Reglamento 1060/2009 fue modificado en mayo de 2011 mediante el Reglamento (UE) n.º 513/2011, por el que se creó la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y se centralizó la supervisión y registro de las agencias de calificación. En noviembre de 2011, la Comisión Europea, consciente de la existencia de algunas limitaciones que presentaba el anterior reglamento, emitió una nueva propuesta de reforma (Comisión Europea, 2011) con el objeto de reducir la excesiva dependencia de los *ratings* por parte de inversores y reguladores, así como exigir a las agencias responsabilidades por los errores cometidos. También con dicha reforma se pretendió mitigar los problemas derivados de los conflictos de interés asociados con el sistema de fijación de precios y de la estructura de la propiedad de las agencias. Por último, se establecieron una serie de normas en relación a la emisión de calificaciones soberanas. Posteriormente, en octubre de 2012, se introdujo el Reglamento (CE) n.º 946/2012 que modificaba al reglamento n.º 1060/2009, en el que se establecían las normas de procedimiento para las sanciones que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) podía establecer a las agencias de calificación en caso de mala praxis.

En último lugar, dentro de las reformas llevadas a cabo en

Europa, el 16 de enero de 2013 el Parlamento Europeo aprobó una nueva Directiva (2013/14/UE) en materia de regulación de las agencias de calificación que entró en vigor el 20 de junio de 2013. Dicha reforma tuvo como principales objetivos la reducción de la dependencia excesiva de los inversores ante las calificaciones externas de la deuda pública, mitigar los conflictos de interés que provocan las diferentes actividades de las agencias, y aumentar la transparencia y la competencia en el sector.

Por tanto, el papel de las agencias de calificación en las economías desarrolladas viene dado por su capacidad de reducir las asimetrías de información típicas de la intermediación financiera, y por el papel que la regulación le asigna. Pero, ¿cómo contribuyen a la financiación de la economía? Para ilustrar los canales por los que las entidades de *rating* influyen en la financiación de la economía se muestra la figura n.º 1. En la parte superior de la misma se muestran los tres sectores institucionales que reciben la financiación: hogares, empresas y sector público. En la parte inferior figura la alternativa que tienen estos tres agentes para financiarse: o bien directamente en los mercados (haciendo emisiones de instrumentos financieros –bonos, acciones u otros instrumentos financieros–) o mediante intermediarios, fundamentalmente bancarios. En la figura las flechas azules indican la dirección del flujo de fondos prestables. La diferencia entre los intermediarios y los mercados se basa en que, mientras en los mercados los demandantes obtienen directamente los fondos prestables de los agentes con capacidad de financiación, los intermediarios financieros captan los fondos (en los merca-

FIGURA Nº 1
FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y RATING



dos, mediante depósitos, etc.), los transforman (en plazo e importe) y prestan este producto transformado directamente a sus clientes.

Una diferencia fundamental que tienen los agentes a la hora de financiarse bien directamente mediante intermediarios o, alternativamente, mediante los mercados es quién evalúa el riesgo de la operación. Si, por ejemplo, una empresa se financia mediante un préstamo bancario, la entidad financiera es la encargada de evaluar la viabilidad de la operación y, posteriormente, realizar su monitorización. Obviamente, los *ratings* de las empresas son información que los bancos, en el caso de existir, utilizan en sus procesos de decisión. Alternativamente, si la empresa acude directamente a los mercados, son los inversores los que tienen que realizar dicha evaluación. Mientras que los bancos son especialistas en el análisis de riesgo y en la superación de las asimetrías de información, el resto de inversores no tienen por qué serlo necesariamente. Es precisamente aquí donde, como se ha comentado en la sección anterior, las agencias de *rating* ayudan a superar las asimetrías

de información: evaluando la probabilidad de impago de las empresas o del sector público, o de algunos de los instrumentos que se hayan emitido en los mercados, de acuerdo con una metodología establecida y conocida. En este sentido, un *rating* elevado de una emisión, independientemente sea de renta fija o variable (Barron *et al.*, 1997), significa que la probabilidad de impago es baja, por lo que el coste de la financiación debería ser inferior. Del mismo modo, una empresa con un *rating* especulativo tendría que afrontar una prima de riesgo sustancial a la hora de captar fondos. Esta vía de influencia de las agencias de *rating* en los mercados se muestra en la figura nº 1 con la flecha gris que señala a las emisiones de renta fija y acciones que las empresas y el sector público realizan en los mercados financieros.

En España especialmente, aunque también en muchos países europeos, el acceso a los mercados de capitales está limitado a un número relativamente reducido de empresas, como se ilustra en la siguiente sección. Sin embargo, esto no implica que las agencias de *ra-*

ting no tengan ningún papel en el canal crediticio. Los intermediarios bancarios tienen una fuente fundamental de financiación que son los depósitos de la clientela, pero también acuden a los mercados (emisiones de bonos, acciones, titulizaciones de activos, etc.). En la figura nº 1 esta financiación de los intermediarios en los mercados se ilustra con la segunda flecha gris que señala al vínculo entre los mercados y los intermediarios. En esta relación los *ratings* también tienen un papel relevante. Una bajada en el *rating* de una emisión, o en el *rating* corporativo puede suponer un incremento en los costes de financiación en los mercados mayoristas y/o una menor disponibilidad de financiación. Pero también es lógico que en situaciones con mayor tensión en los mercados mayoristas, y con menores *ratings* a los bancos, los bancos apliquen mayores tipos de interés en los préstamos a hogares y empresas, trasladando en mayor coste del capital que tienen que asumir.

Por tanto, la influencia de las agencias de calificación en la financiación de las actividades productivas se produce mediante la señalización del riesgo en algunas operaciones por dos canales alternativos: a través de su papel directo en la intermediación entre ahorradores e inversores, y mediante el canal indirecto de los intermediarios bancarios que se produce por la necesidad que estos tienen de utilizar *ratings* como elementos que les puede permitir mejorar las condiciones en las que se financian en los mercados mayoristas. En este sentido, los *ratings* han tenido un papel relevante en el crecimiento del crédito al permitir a las empresas, de forma directa o indirecta, a través de los merca-

dos, el acceso a la financiación y la reducción del coste del capital. Entre estos dos canales la influencia directa será más importante para aquellas empresas que se financien en los mercados de capitales, en comparación con aquellas empresas que obtienen financiación a través de los intermediarios financieros –crédito bancario– (Mattaroci, 2014).

III. LA EMPRESA ESPAÑOLA CON RATING EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

En esta sección se analiza las características de las empresas con *rating* en España y las compara con las de otros países. Aborda, por tanto, el análisis de las empresas que solicitan que una agencia de calificación les evalúe para poder acreditar su nivel de riesgo de crédito. Como se ha descrito en la sección anterior, las empresas deciden solicitar un *rating* para facilitar su acceso a los mercados y reducir sus costes de transacción. Por tanto, son empresas que no dependerán únicamente del crédito bancario a la hora de obtener financiación, sino que tienen posibilidades de diversificar las fuentes de financiación. El interés de esta sección es conocer qué tipo de empresas españolas son –en términos de sector de actividad o tamaño–, qué *rating* les asignaron las agencias de calificación, si en promedio este *rating* es significativamente distinto al de otras empresas de países de nuestro entorno, o, centrándonos en la estructura financiera, si están más o menos endeudadas y son más o menos rentables. Idealmente, para analizar mejor la influencia de las agencias de calificación sobre la financiación empresarial, sería útil comparar el distinto peso de la financiación

crediticia frente a la de los mercados en este tipo de empresas, o si han sufrido restricciones de crédito. Sin embargo, esta información no se encuentra disponible a nivel de empresa en las bases de datos internacionales.

La base de datos utilizada para este análisis es Orbis, publicada por Bureau Van Dijk. Esta base de datos contiene información económico-financiera de más de 150 millones de empresas de todo el mundo, fundamentalmente del sector privado. El análisis se va a circunscribir a las empresas de los 20 países desarrollados. En concreto, se incluyen empresas de Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. Se consideran todas las empresas de estos países que tienen *rating* del emisor (o corporativo) por parte de al menos alguna de las tres principales agencias de calificación a nivel mundial (Standard and Poor's, Moody's y Fitch) (4). Se considera como criterio el *rating* del emisor, y no que la empresa disponga de cualquier otro tipo de *rating* por dos motivos. En primer lugar, porque no existe ninguna base de datos que reúna de forma fácilmente accesible para un conjunto tan amplio de empresas todos los *ratings* que sobre ella se han emitido. En segundo lugar, se utiliza el *rating* del emisor debido a que, a diferencia de otros tipos de *ratings*, recoge el nivel global de solvencia de las empresas analizadas, y no únicamente de la probabilidad de impago asociado a una emisión concreta. El único criterio adicional para la selección de la información es que, además de disponer de *rating* del emisor,

las empresas deben disponer de información económico-financiera. El periodo de análisis considerado abarca desde 2005 a 2013, que se corresponde con el primer y último año disponible en la base de datos en el momento de realizar la consulta (5). En total se cuenta con una muestra de más de 73.153 observaciones correspondientes a 7.434 empresas.

El cuadro nº 1 muestra el número de empresas disponible por países. En España existían 107 empresas con *ratings* del emisor en 2013, habiéndose reducido un 21,32 por 100 desde el máximo que se observó en 2011. Esta cifra puede parecer reducida, pero hay que tener en cuenta que no es obligatorio solicitar el *rating* del emisor, y que el *rating* corporativo lo solicitarán únicamente empresas que acudan de forma recurrente a los mercados de bonos o de acciones y quieran señalarse y asumir el coste de la emisión de un *rating* del emisor en 2013 (6). Los países que más empresas cuentan con *rating* del emisor son los Estados Unidos (2.971), Alemania (1.706), seguidas a distancia por el Reino Unido (625), Japón (486), Francia (336) y Canadá (235).

Más interesante que el número de empresas, los datos nos permiten caracterizar a la empresa con *rating*. En primer lugar, podemos conocer a qué sectores de actividad pertenecen. El cuadro nº 2 muestra precisamente la distribución de empresas, en número absoluto de empresas y en estructura porcentual, con *rating* según el sector de actividad de acuerdo a las secciones de la clasificación de actividades NACE rev.2 en el año 2013. Hay un patrón común en todos los países: las empresas con *rating* son mayoritariamente del sector

CUADRO N.º 1

NÚMERO DE EMPRESAS CON RATING DEL EMISOR

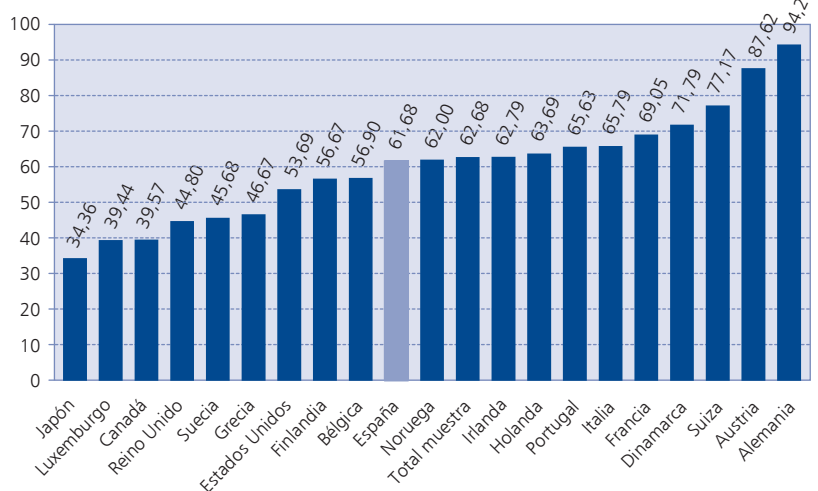
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alemania.....	1.787	1.814	1.799	1.771	1.755	1.766	1.784	1.762	1.706
Austria.....	103	110	109	113	114	114	115	110	105
Bélgica.....	44	45	45	42	47	46	56	58	58
Canadá.....	204	209	195	193	187	201	243	240	235
Dinamarca.....	24	23	23	28	32	41	39	37	39
España.....	97	102	106	132	127	128	136	117	107
Estados Unidos.....	3.420	3.319	3.208	3.174	3.128	3.087	3.074	3.066	2.971
Finlandia.....	29	29	29	30	32	33	30	31	30
Francia.....	327	327	329	345	337	340	338	352	336
Grecia.....	18	19	18	18	19	19	17	17	15
Holanda.....	121	134	145	153	158	167	164	167	157
Irlanda.....	77	84	93	88	97	94	94	96	86
Italia.....	173	171	180	172	167	162	159	156	152
Japón.....	473	486	477	480	485	485	482	488	486
Luxemburgo.....	29	40	41	46	58	64	74	78	71
Noruega.....	35	40	40	46	51	49	50	52	50
Portugal.....	25	26	36	36	37	38	38	35	32
Reino Unido.....	494	534	569	581	598	642	639	638	625
Suecia.....	65	71	72	77	77	80	81	82	81
Suiza.....	75	78	83	86	93	94	95	93	92
Total muestra.....	7.620	7.661	7.597	7.611	7.599	7.650	7.708	7.675	7.434

Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

financiero y de seguros. En el año 2013, España ocupaba una posición intermedia, cercana a la del conjunto de países incluidos, en el peso de empresas del sector financiero (61,68 por 100) sobre el total de empresas con *rating* corporativo (gráfico 1). Este porcentaje es similar al de Noruega, Irlanda, Holanda, Portugal, Italia y Francia. Los países con mayor peso de las empresas financieras son Alemania (94,26 por 100), Austria (87,62 por 100), Suiza (77,17 por 100) y Dinamarca (71,79 por 100). En el extremo opuesto, Japón (34,36 por 100), Luxemburgo (39,44 por 100) y Canadá (39,57 por 100) son las que menor peso representan.

En el cuadro nº 2 también se advierte que fuera del sector financiero, el sector en el conjunto de la muestra donde más se solicitan *ratings* corporativos es en la industria manufacturera (12,6 por 100). En cambio, los

GRÁFICO 1
PORCENTAJE DE EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO CON RATING DEL EMISOR SOBRE EL TOTAL DE EMPRESAS CON RATING CORPORATIVO (2013)



Nota: El sector financiero se define como la sección K de la NACE rev.2.
Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

sectores donde menos *ratings* corporativos se solicitan son:

Información y comunicaciones, energía, comercio y reparación,

CUADRO N.º 2

DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS CON RATING DEL EMISOR POR PAÍSES SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD (2013)

a) Número de empresas

	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	Total sectores
Alemania	40	5	1	0	7	7	0	9	1.608	2	21	2	0	1	2	0	1	1.706
Austria	2	2	0	1	0	2	0	2	92	1	2	0	0	0	0	1	0	105
Bélgica	4	4	2	1	4	2	0	2	33	1	4	0	0	0	0	0	1	58
Canadá	40	19	0	2	13	8	0	28	93	2	8	2	0	0	2	16	2	235
Dinamarca	3	2	0	0	2	1	0	1	28	0	0	1	0	0	0	1	0	39
España	6	6	4	6	1	3	2	4	66	0	4	2	0	0	0	2	1	107
Estados Unidos	490	157	15	27	134	62	38	211	1.595	16	36	30	0	0	28	38	94	2.971
Finlandia	5	2	0	0	1	0	0	2	17	1	2	0	0	0	0	0	0	30
Francia	28	4	3	2	6	11	2	11	232	12	16	4	0	0	1	2	2	336
Grecia	5	1	0	1	0	0	0	1	7	0	0	0	0	0	0	0	0	15
Holanda	18	7	0	0	8	4	0	7	100	4	6	1	0	0	0	2	0	157
Irlanda	17	1	0	1	0	2	0	0	54	1	7	2	0	0	0	0	1	86
Italia	16	6	2	4	1	6	0	6	100	2	4	3	0	0	0	2	0	152
Japón	185	14	0	19	32	36	0	16	167	8	1	5	0	0	0	2	1	486
Luxemburgo	8	0	0	0	2	0	0	8	28	0	0	23	0	0	0	1	1	71
Noruega	5	3	0	0	0	3	0	4	31	1	0	0	0	0	0	3	0	50
Portugal	2	4	0	0	0	4	0	1	21	0	0	0	0	0	0	0	0	32
Reino Unido	40	43	18	7	24	12	7	25	280	16	102	33	1	0	1	12	4	625
Suecia	13	3	0	0	2	1	0	3	37	13	7	2	0	0	0	0	0	81
Suiza	12	0	0	1	3	1	1	1	71	1	0	1	0	0	0	0	0	92

b) Estructura porcentual

	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	Total sectores
Alemania	2,3	0,3	0,1	0,0	0,4	0,4	0,0	0,5	94,3	0,1	1,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	100,0
Austria	1,9	1,9	0,0	1,0	0,0	1,9	0,0	1,9	87,6	1,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	100,0
Bélgica	6,9	6,9	3,4	1,7	6,9	3,4	0,0	3,4	56,9	1,7	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	100,0
Canadá	17,0	8,1	0,0	0,9	5,5	3,4	0,0	11,9	39,6	0,9	3,4	0,9	0,0	0,0	0,9	6,8	0,9	100,0
Dinamarca	7,7	5,1	0,0	0,0	5,1	2,6	0,0	2,6	71,8	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	100,0
España	5,6	5,6	3,7	5,6	0,9	2,8	1,9	3,7	61,7	0,0	3,7	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,9	100,0
Estados Unidos	16,5	5,3	0,5	0,9	4,5	2,1	1,3	7,1	53,7	0,5	1,2	1,0	0,0	0,0	0,9	1,3	3,2	100,0
Finlandia	16,7	6,7	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	6,7	56,7	3,3	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Francia	8,3	1,2	0,9	0,6	1,8	3,3	0,6	3,3	69,0	3,6	4,8	1,2	0,0	0,0	0,3	0,6	0,6	100,0
Grecia	33,3	6,7	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0	6,7	46,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Holanda	11,5	4,5	0,0	0,0	5,1	2,5	0,0	4,5	63,7	2,5	3,8	0,6	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	100,0
Irlanda	19,8	1,2	0,0	1,2	0,0	2,3	0,0	0,0	62,8	1,2	8,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	100,0
Italia	10,5	3,9	1,3	2,6	0,7	3,9	0,0	3,9	65,8	1,3	2,6	2,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	100,0
Japón	38,1	2,9	0,0	3,9	6,6	7,4	0,0	3,3	34,4	1,6	0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	100,0
Luxemburgo	11,3	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	11,3	39,4	0,0	0,0	32,4	0,0	0,0	0,0	1,4	1,4	100,0
Noruega	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	6,0	0,0	8,0	62,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	0,0	100,0
Portugal	6,3	12,5	0,0	0,0	0,0	12,5	0,0	3,1	65,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Reino Unido	6,4	6,9	2,9	1,1	3,8	1,9	1,1	4,0	44,8	2,6	16,3	5,3	0,2	0,0	0,2	1,9	0,6	100,0
Suecia	16,0	3,7	0,0	0,0	2,5	1,2	0,0	3,7	45,7	16,0	8,6	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Suiza	13,0	0,0	0,0	1,1	3,3	1,1	1,1	1,1	77,2	1,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Total muestra	12,6	3,8	0,6	1,0	3,2	2,2	0,7	4,6	62,7	1,1	3,0	1,5	0,0	0,0	0,5	1,1	1,5	100,0

Nota: los sectores se corresponden con las secciones de la NACE rev.2: C: Industria manufacturera; D: Energía; E: Agua, saneamiento...; F: Construcción; G: Comercio y reparación; H: Transporte y almacenamiento; I: Hostelería; J: Información y comunicaciones; K: Actividades financieras y de seguros; L: Actividades inmobiliarias; M: Actividades profesionales, científicas y técnicas; N: Actividades administrativas y servicios auxiliares; O: Administración Pública...; P: Educación; Q: Actividades sanitarias y de servicios sociales; R: Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento.

Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

actividades profesionales, científicas y técnicas. El resto de sectores apenas llegan al 3 por 100 de empresas. Si nos centramos en el caso de España, en cambio,

las empresas del sector manufacturero representan un porcentaje muy inferior al de la media de países considerados (5,6 por 100), siendo el antepenúltimo

país, solo detrás de Alemania y Austria. En cambio, los sectores de la energía (5,6 por 100), el agua y saneamiento (3,7 por 100), pero sobre todo en la

construcción (5,6 por 100 frente al 1,0 por 100 del resto de países de la muestra), España presenta porcentajes relativamente superiores al del resto de países. De hecho, en este último sector el porcentaje de empresas españolas con *rating* es el mayor de todos los países analizados.

Una segunda característica común en todos los países es que las empresas que solicitan *rating* son de elevado tamaño. Así se puede comprobar en el cuadro nº 3, donde se muestra el tamaño medio de las empresas con *rating* corporativo. Dado que el objetivo es analizar las empresas que acceden a los mercados financieros utilizando el *rating* corporativo, en el resto de la sección se excluyen del análisis las empresas del sector financiero. En todo el periodo considerado, el tamaño medio de la empresa no financiera con *rating* del

emisor estuvo por encima de los 20.000 trabajadores. En España el tamaño medio es menor, con unos 17.000 empleados de media en 2013, frente a los 25.000 de la media de la muestra total. El tamaño medio de la empresa con *rating* en España alcanzó un máximo en 2010, con 22.013 trabajadores, llegando en 2013 a valores similares a los observados en 2005. Debe resaltarse que el valor medio del tamaño empresarial puede estar sesgado debido al excesivo peso de pocas grandes empresas, siendo posible que exista elevada dispersión. Para contrastar esta hipótesis el cuadro nº 4 analiza la distribución del tamaño de las empresas no financieras, incluyendo los percentiles 90, 75, 50 (la mediana), 25 y 10 del número de trabajadores. Tanto en España como en la media de los países incluidos la mediana se sitúa muy por debajo de la media –tal y como se mues-

tra en el cuadro nº 3 anterior–, lo que indica el elevado peso que las grandes empresas tienen en la muestra. Pese a esto, se confirma de nuevo que las empresas que tienen *rating* del emisor son de elevado tamaño. El 50 por 100 de las mismas, la mediana, tiene un tamaño superior a 2.225 trabajadores en España, y un 75 por 100 de las empresas tienen más de 310 trabajadores. En los países desarrollados considerados, el tamaño de la empresa con *rating* es en general mayor, pues la mediana se sitúa en 6.000 trabajadores y el percentil 75 en 1.442. Sin embargo, tanto en España como en otros países, también acceden al *rating* empresas de tamaño más reducido. En España un 10 por 100 de las empresas con *rating* del emisor disponen de 47 o menos trabajadores.

El cuadro nº 5 compara el *rating* medio de la empresa no financie-

CUADRO N.º 3

TAMAÑO MEDIO DE LA EMPRESA NO FINANCIERA CON *RATING* DEL EMISOR

Número medio de empleados

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alemania	54.321	48.763	49.745	46.683	47.816	47.103	49.455	47.670	47.590
Austria	19.239	17.226	17.789	20.239	22.015	18.416	21.347	18.174	17.909
Bélgica	14.177	16.651	14.208	16.935	15.376	16.239	9.894	16.618	18.589
Canadá	40.500	15.359	11.374	12.740	8.767	18.645	14.688	22.461	32.873
Dinamarca	27.846	38.102	40.616	41.081	31.925	14.398	15.274	15.586	12.952
España	16.311	16.680	16.901	19.775	21.828	22.013	20.513	16.177	16.808
Estados Unidos	18.398	18.896	19.523	20.043	19.224	20.113	20.502	21.382	22.166
Finlandia	16.185	16.463	19.308	21.703	16.287	18.036	8.159	12.993	11.944
Francia	52.668	53.062	52.242	56.593	56.756	56.761	65.233	66.021	61.600
Grecia	10.515	10.024	10.259	8.338	9.668	9.529	9.114	8.820	8.031
Holanda	29.594	33.049	30.187	34.273	29.968	35.414	28.274	29.201	28.047
Irlanda	34.141	32.239	26.143	27.398	26.545	31.445	27.352	30.384	31.283
Italia	12.832	10.402	9.178	11.351	11.779	10.317	11.938	12.146	9.697
Japón	23.228	23.880	24.990	25.181	26.384	26.840	27.215	27.852	29.384
Luxemburgo	20.154	21.491	45.169	52.679	37.479	29.713	23.405	21.311	20.343
Noruega	13.090	13.361	13.913	11.356	11.225	10.455	11.121	10.297	5.419
Portugal	12.814	8.269	7.520	6.126	7.066	6.129	9.079	8.918	4.182
Reino Unido	22.714	21.343	20.647	21.421	20.803	20.313	20.886	21.015	20.923
Suecia	19.174	18.557	19.605	20.400	19.152	18.995	20.039	21.386	20.467
Suiza	41.365	44.837	50.149	50.596	47.667	51.342	55.458	56.250	56.473
Total	22.155	22.417	22.926	23.529	22.937	23.796	24.071	24.781	25.161

Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

CUADRO N.º 4

DISPERSIÓN DEL TAMAÑO EN LAS EMPRESAS CON RATING DEL EMISOR CORPORATIVO (2013)

Número de empleados

	Percentil 90	Percentil 75	Mediana (percentil 50)	Percentil 25	Percentil 10
Alemania	118.214	46.850	9.101	613	6
Austria	73.100	21.454	10.616	3.015	4
Bélgica	29.400	5.477	1.262	70	43
Canadá	76.400	56.815	12.600	3.369	938
Dinamarca	37.978	9.007	656	103	6
España	47.237	18.370	2.225	310	47
Estados Unidos	50.000	17.000	5.700	1.562	458
Finlandia	29.757	20.950	3.435	123	3
Francia	186.193	93.002	14.792	1.538	81
Grecia	22.667	12.389	5.447	2.815	280
Holanda	80.933	34.493	4.003	445	5
Irlanda	75.642	39.665	9.861	1.896	104
Italia	14.111	9.153	2.029	514	152
Japón	68.383	31.472	13.210	5.470	2.681
Luxemburgo	26.825	10.951	5.625	2.123	139
Noruega	23.413	7.482	1.026	80	0
Portugal	12.179	8.656	2.259	796	717
Reino Unido	51.500	14.297	2.921	450	87
Suecia	48.401	25.321	934	83	35
Suiza	135.696	84.000	27.393	13.311	6.226
Total muestra	62.553	20.950	6.000	1.442	256

Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

ra española con el de otros países al comienzo del periodo, el año previo a la crisis financiera, 2007, y el último año disponible, 2013. Se distinguen, además, las tres grandes agencias de calificación (Fitch, Moody's y Standard's and Poors). Las agencias de calificación suelen utilizar escalas cualitativas alfanuméricas que incluyen 22 categorías. Para calcular las medias, las escalas de las agencias de calificación se han transformado en una escala numérica acotada entre 1 y 22, de tal manera que mayores valores se corresponden con mejor *rating* (mayor solvencia de la empresa y, por tanto, menor riesgo de crédito). El Anexo muestra la equivalencia de esta escala con las utilizadas por las tres agencias.

El *rating* medio de la empresa no financiera española en 2013 era de 11,61 (equivalente a BB+) en Fitch, 12,75 en Moody's

CUADRO N.º 5

RATING DEL EMISOR MEDIO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS SEGÚN LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN

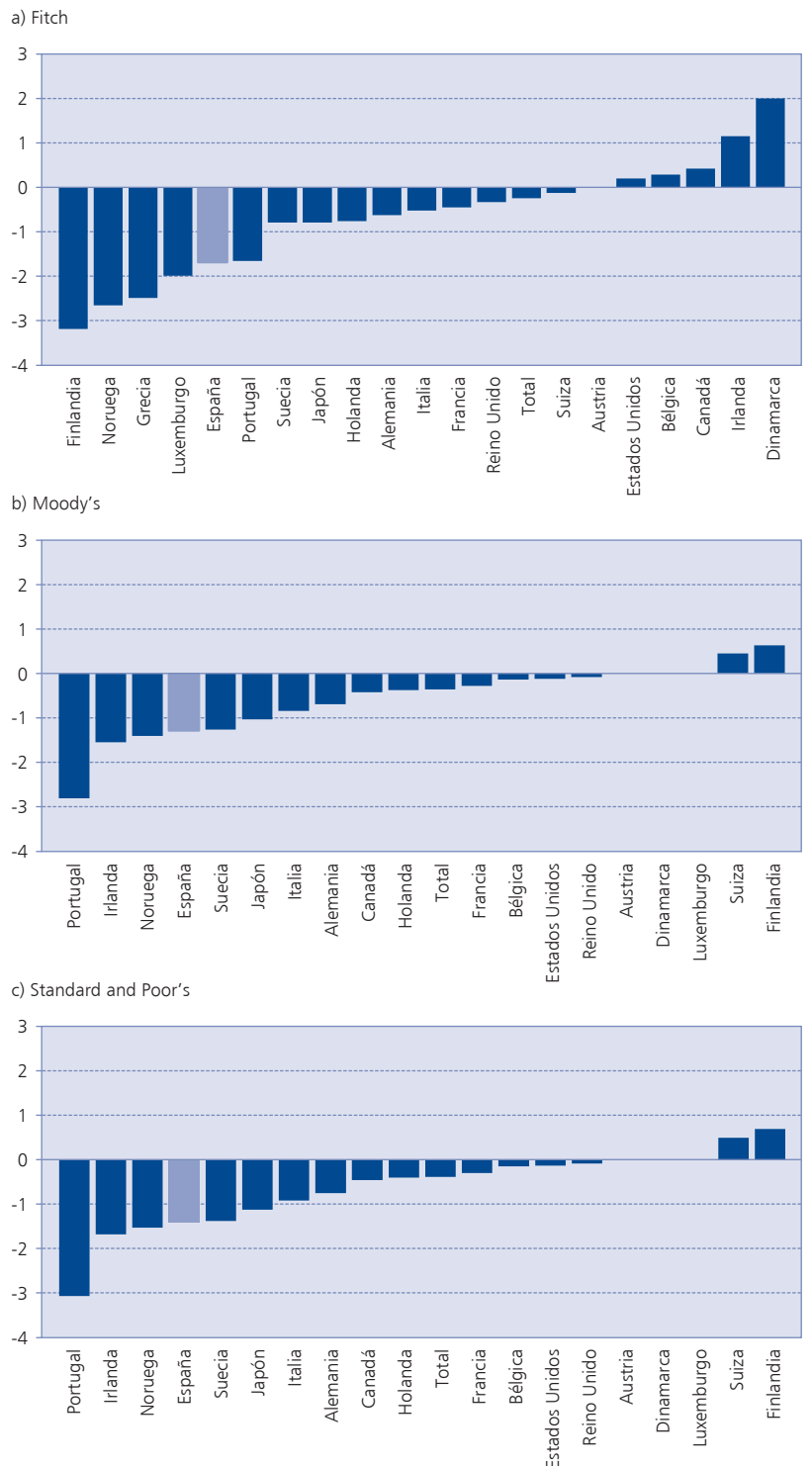
	FITCH			MOODY'S			STANDARD & POOR'S		
	2005	2007	2013	2005	2007	2013	2005	2007	2013
Alemania	14,52	13,56	12,93	13,77	14,23	13,41	13,00	12,79	12,59
Austria	15,00	15,00	15,00	18,00	17,00	17,00	14,17	15,38	15,44
Bélgica	14,20	15,71	16,00	16,67	16,00	15,83	14,54	14,50	12,33
Canadá	11,88	11,32	11,74	14,20	14,25	13,75	11,15	10,83	10,98
Dinamarca	14,00	11,50	13,50	13,50	13,50	13,50	15,33	13,00	14,29
España	13,32	13,30	11,61	14,38	14,27	12,75	12,40	12,22	10,73
Estados Unidos	12,64	12,23	12,43	14,23	14,21	14,06	11,02	10,84	10,91
Finlandia	15,33	15,00	11,80	14,75	14,00	14,75	13,27	12,91	11,58
Francia	14,66	14,00	13,55	15,86	15,13	14,80	13,29	13,30	12,93
Grecia	10,50	10,50	8,00	-	-	-	7,86	7,14	6,71
Holanda	13,08	13,43	12,67	17,17	16,21	15,77	14,62	13,61	12,82
Irlanda	12,56	12,55	13,70	14,00	14,50	12,67	12,00	11,73	12,46
Italia	11,86	12,36	11,83	15,17	14,38	13,38	10,50	10,97	10,67
Japón	14,82	15,06	14,26	15,59	16,41	15,19	14,30	14,95	15,27
Luxemburgo	10,80	11,00	9,00	13,00	13,00	13,00	10,83	10,17	9,00
Noruega	-	13,33	10,67	16,67	16,67	15,00	14,14	14,92	13,08
Portugal	15,50	14,00	12,33	12,50	13,33	10,00	14,50	11,86	10,33
Reino Unido	13,87	12,72	12,39	14,97	14,70	14,61	12,87	12,42	11,76
Suecia	14,40	15,40	14,60	15,50	15,50	14,00	13,59	14,11	13,55
Suiza	16,14	15,50	15,38	16,40	15,80	16,33	14,18	14,37	14,33
Total	13,09	12,76	12,51	14,77	14,75	14,33	11,74	11,60	11,41

Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

(Baa3), y 10,73 en Standard and Poor's (BB). Estos *ratings* son relativamente bajos, pues España se sitúa entre los países con menores *ratings*. De hecho, en 2013 las empresas españolas tenían el quinto menor *rating* de los países incluidos en el caso de Fitch, el tercero menor en Moody's, y el cuarto menor en Standard and Poor's. También es significativa la caída de la calificación que las empresas españolas han sufrido. El gráfico 2 muestra la diferencia del *rating* medio entre 2007 y 2013. España es el cuarto país en el que el *rating* corporativo más se redujo a lo largo de los años de crisis en Moody's y Standard and Poor's, y el quinto en Fitch. En concreto, la reducción del *rating* en España ha sido del entorno de entre 1,5-1,7 niveles en función de la agencia considerada. Las empresas españolas pasaron de tener un *rating* en 2007 muy próximo (Moody's) o incluso superior (Fitch y Standard and Poor's) que la media de países incluidos a valores sensiblemente inferiores a la media, como se ha comentado.

Para valorar esta caída del *rating* del emisor de las empresas españolas, se puede comparar con el del *rating* soberano. Si la reducción en el *rating* empresarial ha sido importante, en el *rating* soberano ha sido mucho mayor. En 2007 el *rating* de emisión del Reino de España se situaba en AAA en Fitch y Standard and Poor's y Aaa en Moody's (en los tres casos equivalentes a 22 en la escala numérica definida en el Anexo), reduciéndose en el 2013 a BBB en Fitch (equivalente a un nivel 14 en la escala numérica), a BBB- en Standard and Poor's y a Baa3 en Moody's (equivalente a un nivel 13 en la escala numérica, todavía en el grado de inversión). Es decir, mientras el

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL RATING MEDIO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS CON RATING DEL EMISOR (2007-2013)



Fuente: Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

rating soberano se reducía entre 8 y 9 posiciones en la escala de *rating*, el *rating* de la empresa no financiera se redujo en mucha menor proporción, no llegando a las dos posiciones dentro de la escala de calificación.

Por tanto, las empresas españolas no financieras con *rating* del emisor se caracterizan por disponer por lo general de calificaciones inferiores a las de otros países desarrollados, y además, han sufrido reducciones en la calificación también mayores que las de otros países. De hecho, se ha pasado de una situación en la que las empresas españolas se situaban en valores en torno a la media de países, a estar entre los países con menores *ratings*. Eso sí, el ajuste del riesgo país, medido mediante el *rating* soberano, ha sido mucho más intenso que la caída del *rating* corporativo. Es decir, la crisis de la deuda soberana se ha transmitido solo en parte al *rating* corporativo.

Todo ello indica que la posición de las empresas españolas para financiarse en los mercados internacionales se ha deteriorado en los años de crisis debido, entre otros factores, a la reducción de las calificaciones. Pero cabe preguntarse si efectivamente la empresa española está en una peor situación que el resto de empresas europeas, como reflejan los *ratings*. Esta cuestión se ilustra con dos indicadores de la salud financiera de las empresas. El cuadro nº 6 muestra la rentabilidad sobre activos (resultado del ejercicio sobre activo total, ROA) y la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste a largo y a corto sobre activos totales) de las empresas no financieras de los países analizados en los años 2005, 2007 y 2013. En 2013 las empresas no financieras de los países incluidos tenían una ROA

CUADRO N.º 6

INDICADORES DE RENTABILIDAD Y DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS CON RATING DEL EMISOR

	ROA			RATIO DE ENDEUDAMIENTO		
	2005	2007	2013	2005	2007	2013
Alemania.....	4,20	5,45	4,50	22,41	23,04	28,91
Austria	-0,37	6,01	3,95	34,31	34,08	38,84
Bélgica	5,55	5,03	6,80	20,55	23,30	36,93
Canadá.....	7,88	7,58	2,98	31,17	31,07	31,80
Dinamarca	10,87	13,44	8,63	29,78	33,78	20,60
España	7,34	6,74	3,93	39,95	43,95	39,63
Estados Unidos	6,67	7,28	7,04	28,32	29,41	30,38
Finlandia.....	6,92	10,46	2,49	25,79	20,54	30,03
Francia	6,00	6,64	3,47	28,98	28,95	27,75
Grecia	2,85	6,56	1,11	29,77	37,29	35,24
Holanda	9,45	9,20	3,71	23,15	20,77	26,83
Irlanda.....	7,93	4,49	4,51	26,61	31,43	29,98
Italia.....	7,35	7,16	4,00	28,06	33,49	31,12
Japón	5,59	5,77	4,66	29,63	29,48	30,49
Luxemburgo	10,89	10,92	1,65	18,74	25,45	28,44
Noruega.....	17,30	18,80	10,56	18,54	17,51	23,22
Portugal.....	4,02	3,83	2,00	51,28	50,86	57,08
Reino Unido.....	7,89	8,56	5,82	28,71	32,24	32,25
Suecia.....	8,43	8,78	3,52	23,69	26,61	27,22
Suiza.....	10,32	12,18	9,64	19,12	15,16	19,16
Total muestra	6,61	7,18	5,66	28,12	29,16	30,37

Fuente: ORBIS (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

de 5,66, un punto porcentual y medio menos que en 2007 como consecuencia de la crisis. En España, la ROA (6,74 por 100) en 2007 era un 6,1 por 100 inferior a la media de los países de la muestra internacional. Sin embargo, a lo largo de los años de crisis la rentabilidad de las empresas españolas se redujo hasta casi la mitad (3,93 por 100), esto es, un 30 por 100 menor que la media. En 2013, las empresas españolas con *rating* del emisor ocupaban la novena posición de los países con menor rentabilidad.

En suma, la rentabilidad de la empresa española con *rating* es menor a la del conjunto de países incluidos. Pero, además, la empresa española con *rating* es una de las más endeudadas en el contexto internacional. De acuerdo al cuadro nº 6 la ratio deuda con coste sobre los activos totales de

las empresas españolas con *rating* es la segunda mayor de todos los países incluidos, solo por detrás de Portugal. En 2013 la deuda con coste representaba el 39,6 por 100 de los activos totales, más de nueve puntos porcentuales superior a la del conjunto de países. En comparación con 2007 (43,95 por 100), la ratio de endeudamiento en España se ha reducido en el 2013 en 4,3 puntos porcentuales, pero aún así sigue siendo elevado en el contexto internacional.

IV. EL RATING DE LAS EMPRESAS BANCARIAS ESPAÑOLAS

En esta sección se analiza la evolución de los *ratings* en las entidades bancarias. Se incide, por tanto, en el segundo canal por el que las agencias de cali-

ficación influyen en la financiación de la economía: mediante la influencia indirecta a través de las condiciones en las que las entidades bancarias obtienen su financiación en los mercados mayoristas (renta fija o renta variable). Consecuentemente, una caída en el *rating* de las entidades financieras dificultará las condiciones de acceso y el coste de financiación, que a su vez, serán trasladados a los mercados del crédito bancario.

En los años de crisis se han producido dos fenómenos paralelos. Por un lado, los sectores bancarios de muchos países han sufrido los efectos de la crisis, sufriendo una intensa reestructuración debido al deterioro de la situación económico-financiera de las mismas (Laeven y Valencia, 2013; Banco Central Europeo, 2008a y 2008b). Pero además, como se comentó anteriormente, las agencias de calificación han sufrido duras críticas por la falta de calidad de los *rating*, especialmente en lo relativo a las calificaciones de productos financieros y de las entidades bancarias y de seguros. Es por ello que se plantea la hipótesis de que en la evolución observada de los *ratings* de las entidades financieras en los años de crisis puedan estar influyendo dos componentes. Uno asociado al deterioro de la situación patrimonial de las entidades evaluadas, y otro derivado de un endurecimiento de las políticas de calificación como respuesta de las agencias a las críticas recibidas. En este sentido, si dominase este segundo efecto, las agencias de calificación lejos de seguir una política de evaluación *Though The Cycle* como argumentan, habrían seguido una estrategia procíclica. Consecuentemente, los efectos de este endurecimiento de las políticas se traducirían en una mayor caída del *rating* de la

que se derivaría de la evolución de los fundamentales de los bancos, lo que habría potenciado las restricciones crediticias en los países más afectados por la crisis financiera.

Es por ello que en este apartado se contrasta si efectivamente las agencias de calificación han endurecido los criterios empleados al evaluar a las entidades bancarias. Para ello, se sigue la metodología de Salvador *et al.* (2014 a y b) para valorar la contribución que ha tenido el cambio en la política de calificación, por un lado, y el empeoramiento de los niveles de solvencia de los bancos por otro en la evolución observada de los *ratings*.

Para analizar el comportamiento de los *ratings* de las entidades financieras se consideran 409 bancos correspondientes a 23 países (Unión Europea y los Estados Unidos) entre 2003 y 2013. Se utiliza una muestra diferente a la del apartado anterior debido a que para la información económico-financiera de las entidades bancarias se ha utilizado BankScope (Bureau Van Dijk) en lugar de Orbis, ya que el detalle de la información contenida en la primera es mayor, lo que permite medir con mayor precisión las variables necesarias. Los bancos incluidos son aquellos para los que se dispone tanto de su información contable como del *rating* del emisor. En total se dispone de 3.115 observaciones.

Para determinar los factores que explican el ajuste en los *ratings* que se produce tras el inicio de la crisis financiera se sigue la metodología desarrollada por Salvador *et al.* (2014 a y b). La idea básica se basa en un procedimiento en dos etapas. En la primera etapa se estiman los determinantes del *rating* bancario

mediante un modelo *probit* ordenado (7). Como determinantes se consideran aquellos habitualmente señalados en los informes metodológicos de las agencias de calificación (Fitch, 2009 y 2011; Moody's, 2007a y b; y Standard and Poor's, 2011a): rentabilidad, recursos propios, liquidez, eficiencia, tamaño de la entidad, gestión del riesgo de crédito, diversificación del negocio bancario y el entorno en el que las entidades bancarias desarrollan su actividad, además de otras habitualmente utilizadas en la literatura (estructura de ingresos, *rating* soberano, nivel regulatorio, etc.). Además, esta metodología permite distinguir la distinta influencia de cada una de estas variables en la etapa previa a la crisis y una vez la crisis estalla. Precisamente, es esta distinta elasticidad del *rating* ante cada determinante antes y después de la crisis lo que se considera como cambio en la política de calificación.

En la segunda etapa se realiza un ejercicio de predicción que permite desagregar el cambio observado en los *ratings* en dos factores multiplicativos: uno debido a la variación en la situación patrimonial de los bancos –cambio asociado a la variación en el valor de cada uno de los determinantes a raíz del *shock* que supuso la crisis financiera, es decir, cambio en la rentabilidad, capitalización, etc–, y otro debido a la modificación de las políticas de calificación –esto es, suponiendo que no cambian los determinantes, como el cambio de la elasticidad estimada que afecta al *rating*–.

En el cuadro nº 7 se muestran los resultados de la descomposición de la evolución observada del *rating* en los dos subcomponentes –cambio en política y

CUADRO N.º 7

AJUSTE DEL RATING: EFECTO ENDURECIMIENTO POLÍTICA DE CALIFICACIÓN Y EFECTO EMPEORAMIENTO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

	AJUSTE EN LOS RATINGS			AJUSTE EN LOS RATINGS			AJUSTE EN LOS RATINGS		
	% POLÍTICA	% SOLVENCIA		% POLÍTICA	% SOLVENCIA		% POLÍTICA	% SOLVENCIA	
	Standard and Poor's			Fitch			Moody's		
Estados Unidos	12,45	58,05	41,95	13,38	22,46	77,54	13,48	-13,47	113,47
EU	10,56	83,87	16,13	9,18	75,95	24,05	18,39	12,29	87,71
PIGS.....	19,22	46,45	53,55	14,44	54,96	45,04	22,30	1,53	98,47
España.....	15,25	40,19	59,81	10,58	44,27	55,73	21,04	16,58	83,42
Italia.....	13,56	71,27	28,73	6,83	91,89	8,11	12,68	-42,46	142,46
Francia.....	17,00	93,49	6,51	11,53	89,47	10,53	13,20	49,08	50,92
Alemania									
Todos los bancos.....	1,30	607,28	-507,28	-11,28	31,99	68,01	10,21	29,23	70,77
Alemania con incremento de rating.....	-3,02	-162,46	262,46	-23,63	46,79	53,21	-9,17	104,89	-4,89
Alemania con reducción de rating.....	10,06	139,34	-39,34	5,33	151,79	-51,79	22,14	47,07	52,93
Reino Unido.....	15,99	66,68	33,32	11,98	92,73	7,27	16,71	7,66	92,34
Todos.....	11,24	72,41	27,59	10,55	47,74	52,26	16,43	3,76	96,24

Fuentes: Bankscope, Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

en solvencia— en Standard and Poor's, Fitch y Moody's. En dicho cuadro se observa que con la crisis financiera se produce una caída generalizada en los ratings medios de los bancos de prácticamente todos los países. En Standard and Poor's la reducción del ratings ha sido del 11,24 por 100, en Fitch del 10,55 por 100 y en Moody's del 16,43 por 100. La descomposición indica que en el caso de Standard and Poor's y Fitch la reducción de los ratings se debe tanto al significativo endurecimiento de la política de calificación (8) (que explica el 72,41 por 100 y el 47,74 por 100, respectivamente) como al empeoramiento del nivel de solvencia de las entidades bancarias evaluadas (27,59 por 100 y 52,26 por 100, respectivamente).

Por tanto, el significativo peso que tiene el ajuste en la política de calificación de estas agencias, aporta evidencia de que Standard and Poor's y Fitch no siguen estrictamente una filosofía *Through-the-Cycle*, en la que los ratings se emiten con una perspectiva a largo plazo ignorando con ello los

cambios transitorios que se producen en la situación patrimonial de los bancos. En el caso de Moody's el resultado es distinto. Prácticamente la totalidad de la caída de los ratings se explica por un empeoramiento del nivel de solvencia de las entidades evaluadas, dado que en promedio el ajuste en los ratings viene explicado en un 96,24 por 100 por el empeoramiento del nivel de solvencia de las entidades calificadas y sólo en un 3,76 por 100 por el endurecimiento de los criterios de calificación. Por tanto, este resultado aporta evidencia de que los ratings emitidos por Moody's, a diferencia del resto de agencias, son emitidos con una perspectiva a largo plazo y por lo tanto sus ratings siguen una filosofía *Through-the-Cycle*.

En el cuadro nº 7 también se realiza la descomposición diferenciando por zonas geográficas: Estados Unidos, España, Italia, Francia, Alemania (9), Reino Unido, el conjunto de la Unión Europea, y los países periféricos de Europa: Portugal, Irlanda, Grecia y España (PIGS). En los resultados, se comprueba que

existen diferencias significativas en el rating entre los diferentes países y zonas geográficas consideradas. En las tres agencias el mayor ajuste de los ratings se ha producido en los bancos de los PIGS, donde la crisis financiera ha sido más intensa. En particular, en estos países en promedio los ratings de Standard and Poor's, Fitch y Moody's han experimentado una caída del 19,22 por 100, 14,44 por 100 y del 22,30 por 100, respectivamente.

La descomposición del ajuste del rating en sus dos componentes muestra que el peso del endurecimiento de las políticas de calificación y el deterioro de la situación patrimonial de los bancos varía en función del área geográfica analizada. El endurecimiento de la política de calificación tiene mayor importancia en los países de la Unión Europea, donde este componente explica, respectivamente, el 83,87 por 100, 75,95 por 100 y 12,29 por 100 en Standard and Poor's, Fitch y Moody's. En el Reino Unido este componente llega incluso a representar el 92,73 por 100 en Fitch, el 66,68

por 100 en Standard and Poor's, pero sólo el 7,66 por 100 en Moody's.

Al centrarnos en el caso de los bancos españoles, el ajuste en el *rating* es del 15,25 por 100, 10,58 por 100 y del 21,04 por 100 en Standard and Poor's, Fitch y Moody's, respectivamente. De esta reducción, el endurecimiento de la política de calificación representa el 40,19 por 100 en Standard and Poor's, el 44,27 por 100 en Fitch y tan sólo el 16,58 por 100 en Moody's. Por tanto, en España el intenso ajuste del *rating* bancario se ha debido fundamentalmente al significativo empeoramiento de la situación patrimonial de las entidades. Es decir, debido a la purga de los desequilibrios acumulados en la etapa expansiva derivados del desmesurado crecimiento del crédito, especialmente en actividades relacionadas con la construcción y la promoción inmobiliaria. Sin embargo, tampoco hay que ignorar el efecto de las políticas de calificación, que, aunque en un porcentaje menor, también han contribuido significativamente a la reducción del *rating*.

En definitiva, de este análisis sobre el ajuste en los *ratings* se deduce que con la crisis financiera se produce una caída generalizada en los *ratings* emitidos por las tres agencias de calificación. Este resultado aporta evidencia sobre el carácter procíclico de los *ratings* como otros autores señalan en la literatura (Bangia *et al.*, 2000; Amato y Furfine, 2004; Zicchino, 2006, Salvador *et al.*, 2014a y b), en lugar de una perspectiva de largo plazo, especialmente en Standard and Poor's y Fitch. Sin embargo, el comportamiento de Moody's es distinto al de las otras dos agencias de calificación, ya que

el ajuste en los *ratings* viene fundamentalmente explicado por el empeoramiento en la situación financiera de los bancos y no tanto por un cambio en la política de calificación. Es por ello que, en términos generales, el comportamiento de las agencias de *rating* ha contribuido a la contracción del crédito en algunos países desarrollados al endurecer sus criterios de calificación en un momento en el que las empresas bancarias estaban pasando dificultades.

V. CONCLUSIONES

Aunque las agencias de calificación únicamente emiten una opinión sobre la solvencia de una empresa o instrumento financiero, su papel en las economías es relevante fundamentalmente por dos motivos. En primer lugar, porque es un instrumento a disposición de los inversores y emisores para reducir las asimetrías de información de las características de la intermediación financiera. En segundo lugar, la regulación ha otorgado a los *ratings* un papel relevante en distintas dimensiones. Sin embargo, a raíz de la crisis financiera en 2008, las críticas al comportamiento de este tipo de agencias se han incrementado y se ha producido un movimiento regulatorio tendente a incrementar la transparencia de los métodos de las agencias para emitir sus *ratings*, reducir la estructura oligopolística del sector, y reducir los conflictos de intereses generados por el hecho de que es el propio emisor el que paga a la agencia, entre otras cuestiones.

Este trabajo ilustra dos canales por los que las agencias de calificación influyen en la financiación de la economía. El primero de ellos es por la evalua-

ción del riesgo de empresas que acuden a los mercados. Tener un *rating*, especialmente si es bueno, contribuye a facilitar el acceso a los mercados financieros, y no depender únicamente del crédito bancario, y a reducir el coste de la financiación. Sin embargo, la evidencia mostrada en este trabajo indica que son pocas las empresas las que disponen de *rating* del emisor, y muy concentradas en el sector financiero. Fuera de este sector destacan en España sobre todo las empresas de la construcción, industrias manufactureras, la energía y las telecomunicaciones. En general las empresas no financieras con *rating* son grandes empresas, aunque también existen empresas de tamaño reducido. El *rating* promedio de la empresa española es inferior a la media de otros países desarrollados, y las caídas durante la crisis ha sido también mayor que en otros países. Sin embargo, esta reducción del *rating* no ha sido tan intensa como la observada en el *rating* soberano, lo que podría indicar que el incremento del riesgo país no se ha trasladado íntegramente a los *ratings* corporativos. Por último, el menor *rating* corporativo español se corresponde con una menor rentabilidad y un mayor endeudamiento, es decir, con un empeoramiento de la situación financiera de las empresas.

Sin embargo, en España, aunque también en otros países, la mayoría de empresas no acuden a los mercados financieros directamente, sino que dependen de las entidades financieras. Esto no quiere decir que el papel de las agencias de calificación sea irrelevante en los mercados crediticios. En la medida que son las empresas financieras las que en mayor proporción solicitan ser calificadas, su papel es relevante,

especialmente porque afecta a sus condiciones de su financiación (coste y cantidad), trasladándose estas al crédito y por lo tanto a las empresas.

En este sentido, el sector bancario español, como el de otros países, ha sufrido un proceso de intensa reestructuración y saneamiento. En todo este periodo el crédito ha estado restringido, pues la prioridad ha sido sanear los balances, reducir el nivel de endeudamiento y ampliar los niveles de capital. Todo este proceso se ha realizado en un entorno en el que los mercados mayoristas de financiación no han sido accesibles. Los resultados de este trabajo indican que el comportamiento de las agencias de calificación ha sido una barrera adicional para el funcionamiento de las entidades de crédito. La reducción del *rating* ha sido una barrera no tanto porque el *rating* haya disminuido, pues no podía ser de otra forma, sino porque además en plena crisis las agencias han endurecido su política de calificación como respuesta a las críticas recibidas por su comportamiento en la etapa expansiva. En otras palabras, la reducción en los *ratings* ha sido superior a lo que debería haber sido si las agencias hubiesen mantenido los criterios previos a la crisis. Esto, sin duda, ha contribuido a un endurecimiento en el coste y los criterios de concesión de crédito para el resto de sectores de la economía al perjudicar el acceso de los bancos a la financiación en los mercados mayoristas.

Esta evidencia del endurecimiento de las políticas de calificación cuestiona el rol que se les asigna a las agencias de *rating* en las economías actuales. De facto, el comportamiento del *rating* es claramente procíclico,

potenciando las etapas alcistas de la economía y profundizando las recesiones. Es por ello que sería de esperar que la regulación debería profundizar en la mayor transparencia de las políticas de calificación que se ha comenzado a exigirse, así como en la mayor responsabilidad de las agencias por las calificaciones que emiten. Además, los reguladores deberían reducir la excesiva presencia de los *rating* en algunos ámbitos de la regulación financiera.

NOTAS

(*) Juan Fernández de Guevara agradece la ayuda financiera del Ministerio de Economía y Competitividad-FEDER a través del proyecto ECO2013-43959-R.

(1) Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

(2) Este índice está compuesto por los *Credit Default Swaps* (CDS) por 125 empresas líquidas con un *rating* dentro del grado de inversión.

(3) Dicha propuesta puede ser consultada en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_es.pdf

(4) El informe de European Securities and Markets Authority (2014) señala que estas agencias de calificación representan el 90,44 por 100 de la cuota de mercado de las agencias de calificación registradas en la Unión Europea. En concreto, la cuota de mercado que representan estas agencias son: Standard and Poor's un 39,69 por 100, Moody's un 34,53 por 100 y Fitch un 16,22 por 100. Por otra parte, el informe de la SEC (2014) señala que entre las agencias reconocidas como NRSROs, Standard and Poor's, Moody's y Fitch mantienen una cuota de mercado en el segmento de los *ratings* corporativos del 91,7 por 100. En particular, Standard and Poor's, Moody's y Fitch mantienen una cuota de mercado de 43,4 por 100, 34,9 por 100 y 13,4 por 100, respectivamente.

(5) Julio de 2015.

(6) No existe información pública que recoja el número de empresas con *rating* del emisor. Los autores se pusieron en contacto con una agencia de calificación para evaluar la fiabilidad de los datos. De la información que confidencialmente proporcionaron, se desprende que la muestra obtenida es representativa, al menos para el caso de España.

(7) La precisión de esta especificación es demostrada en trabajos previos sobre la modelización de *ratings* bancarios. Entre estos

trabajos deben resaltarse, ÖĞÜT *et al* (2012), SHEN *et al*. (2012), SALVADOR *et al* (2014 b), CAPORALE *et al*. (2011).

(8) Standard and Poor's (2011b) reconoció explícitamente el cambio en sus criterios de calificación tras la crisis de la deuda soberana.

(9) Debe resaltarse que en el caso de Alemania, la mayor parte de los bancos analizados por Standard and Poor's no han experimentado una variación en su *rating*. En concreto, los bancos alemanes que han experimentado una variación del *rating* son: en Standard and Poor's y Fitch del 17,5 por 100 y 23,4 por 100, respectivamente.

BIBLIOGRAFÍA

- ALP, A. (2013), «Structural shifts in credit rating standards», *The Journal of Finance*, 68(6): 2435-2470.
- AMATO, J.D., y FURFINE, C.H. (2004), «Are credit ratings procyclical?», *Journal of Banking and Finance*, 28 (11): 2641-2677.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008a), *Financial Stability Review*, diciembre. Disponible en: <http://www.ecb.int/pub>.
- (2008b), *Financial Stability Review*, junio. Disponible en: <http://www.ecb.int/pub>.
- (2011), «Proposal for a regulation of the european parliament and of the council amending regulation (ec) no 1060/2009 on credit rating agencies», 15 de noviembre de 2011.
- BANK OF ENGLAND (2011), «Whither the credit ratings industry?». *Financial Stability Paper*, No. 9.
- BAGHAI, R. P.; SERVAES, H., y TAMAYO, A. (2014), «Have rating agencies become more conservative? Implications for capital structure and debt pricing», *The Journal of Finance*, 69 (5): 1961-2005.
- BANGIA, A.; DIEBOLD, F. X.; KRONIMUS, A.; SCHAGEN, C., y SCHUERMAN, T. (2002), «Ratings migration and the business cycle, with application to credit portfolio stress testing», *Journal of Banking and Finance*, 26 (2): 445-474.
- BARRON, M.J.; CLARE, A.D., y THOMAS, S.H. (1997), «The effect of bond rating changes and new ratings changes on UK stock returns», *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, 497-509.
- BLUME, M. E.; LIM, F., y MACKINLAY, A.C. (1998), «The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?», *The Journal of Finance*, 53(4): 1389-1413.
- CAPORALE, G.; MATOUSEK, R., y STEWART, C. (2011), «EU banks rating assignments: Is there heterogeneity between new and old member countries?», *Review of International Economics*. 19 (1): 189-206

<p>COMISIÓN EUROPEA (2011), Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council amending regulation (ec) nº 1060/2009 on credit rating agencies, 11 de noviembre.</p> <p>DITTRICH, F. (2007), «The credit rating industry: Competition and regulation», University of Cologne, Doctoral Thesis.</p> <p>EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), «Credit Rating Agencies» 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation'. http://www.esma.europa.eu/system/files/20141583_credit_rating_agencies_market_share_calculation_2014.pdf</p> <p>FERRI, G.; LIU, L.G., y STIGLITZ, J.E. (1999), «The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis», <i>Economic Notes</i>, 28 (3): 335-355.</p> <p>FINANCIAL STABILITY BOARD (2010), <i>Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings</i>.</p> <p>FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), <i>Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience</i> 7th abril.</p> <p>FITCH (2009), <i>Rating Methodology: Banks and financial institutions</i>, enero.</p> <p>— (2011). <i>Global Financial Institutions Rating Criteria</i>, agosto.</p> <p>FMI (FONDO MONETARIO INTERNACIONAL) (2010), The uses and abuses of sovereign credit ratings, <i>Global financial stability report</i>, octubre 2010.</p> <p>GÄRTNER, M.; GRIESBACH, B., y JUNG, F. (2011), «PIGS or lambs? The European sovereign debt crisis and the role of rating</p>	<p>agencies», <i>International Advances in Economic Research</i>, 17 (3): 288-299.</p> <p>LAEVEN, L., y VALENCIA, F. (2013), «Systemic banking crises database», <i>IMF Economic Review</i>, 61 (2): 225-270.</p> <p>MATTAROCI, C. (2014), «The Independence of Credit Rating Agencies», <i>How Business Models and Regulators Interact, 1st Edition</i>, Elsevier.</p> <p>MOODY'S (2007a), <i>Bank financial strength ratings: Global methodology</i>, febrero.</p> <p>— (2007b), <i>Incorporation of joint-default analysis into Moody's bank rating methodology</i>, febrero.</p> <p>PARTNOY, F. (1999), The Siskel and Ebert of financial markets: two thumbs down for the credit rating agencies, <i>Washington University Law Quarterly</i>, 77, 619-712.</p> <p>— (2006), «How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers». <i>Legal Studies Research Paper Series</i>, University of San Diego, Reseach Paper No. 07-46.</p> <p>ÖĞÜT, H.; DOĞANAY, M.M.; CEYLAN, N.B., y AKTAŞ, R. (2012), «Prediction of bank financial strength ratings: The case of Turkey», <i>Economic Modelling</i>, 29 (3): 632-640.</p> <p>REISEN, H., y MALTZAN, J. (1999), «Boom and bust and sovereign ratings», <i>International Finance</i>, 2 (2): 273-293.</p> <p>SALVADOR, C.; PASTOR, J.M., y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2014a), «Impact of the subprime crisis on bank ratings: The effect of the hardening of rating policies and worsening of solvency», <i>Journal of Financial Stability</i>, 11, 13-31.</p>	<p>— (2014b), «The adjustment of bank ratings in the financial crisis: International evidence», <i>Working paper Funcas</i>. Nº 750/2014.</p> <p>STANDARD AND POOR'S (2011a), <i>Banks: Rating Methodology and Assumptions</i>, noviembre.</p> <p>— (2011b). «More big changes in Standard & Poor's rating criteria», RatingsDirect.</p> <p>SAUGAL, R. (2011), «El futuro de la regulación europea de las agencias de calificación crediticia», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 103, 27-38.</p> <p>SEC (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION) (2008), Summary report of issues identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, julio 2008</p> <p>— (2014), <i>Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i>.</p> <p>SHEN, C.H.; HUANG, Y.L., y HASAN, I. (2012), «Asymmetric benchmarking in bank credit rating», <i>Journal of International Financial Markets, Institutions and Money</i>, 22 (1): 171-193.</p> <p>SORIANO, J.P. (2011), «El papel de la calificación crediticia en los mercados de crédito», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 103, 109-113.</p> <p>TRUJILLO DEL VALLE, J.A. (2011), «Regulación reciente de las agencias de rating», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 103, 61-77.</p> <p>ZICCHINO, L. (2006), «A model of bank capital, lending and the macroeconomy: Basel I versus Basel II», <i>The Manchester School</i>, 74 (s1): 50-77.</p>
--	---	--

ANEXO

ESCALAS DE CALIFICACIÓN EN FITCH, STANDARD AND POOR'S Y MOODY'S

FITCH Y STANDARD AND POOR'S		MOODY'S	
Rating	Escala numérica	Rating	Escala numérica
Grado de Inversión	AAA	Aaa	22
	AA+	Aa1	21
	AA	Aa2	20
	AA-	Aa3	19
	A+	A1	18
	A	A2	17
	A-	A3	16
	BBB+	Baa1	15
	BBB	Baa2	14
	BBB-	Baa3	13
Grado Especulativo	BB+	Ba1	12
	BB	Ba2	11
	BB-	Ba3	10
	B+	B1	9
	B	B2	8
	B-	B3	7
	CCC+	Caa1	6
	CCC	Caa2	5
	CCC-	Caa3	4
	CC	Ca	3
C	C	2	
D	D	1	

Fuente: Bankscope, Orbis (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.