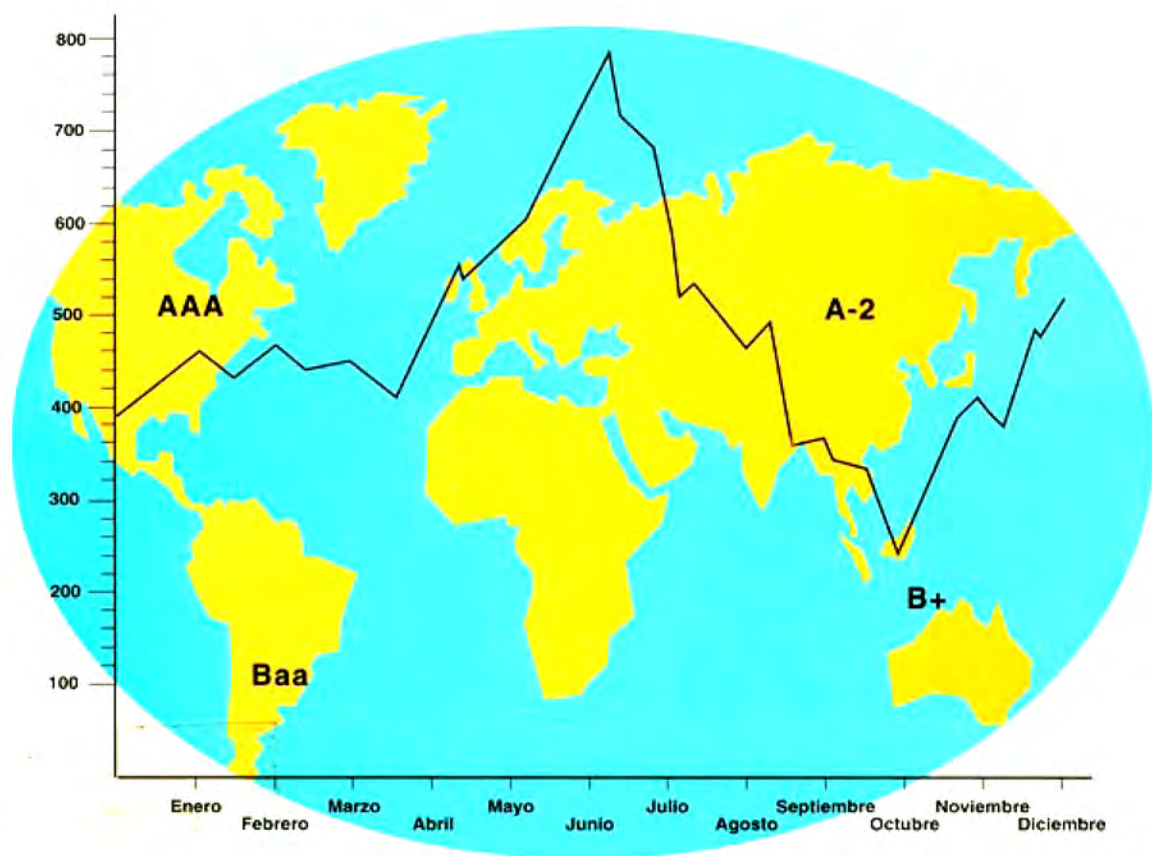


JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION

© Copyright by
Joaquín López Pascual
Madrid, 1996

Editorial DYKINSON, S. L. Meléndez Valdés, 61 - 28015 Madrid
Teléfono 544 28 46 - 544 28 69

ISBN: 84-8155-161-9
Depósito Legal: M-19688-1996

Impreso por:
JACARYAN, S. A.
Avda. Pedro Díez, 3
28019 Madrid

JOAQUÍN LÓPEZ PASCUAL

**EL RATING Y LAS AGENCIAS
DE CALIFICACIÓN**

DYKINSON, 1996

A mis padres

AGRADECIMIENTOS

Deseo manifestar mi gratitud y reconocimiento a la totalidad de las agencias de calificación, por sus facilidades en el acceso a documentación e información suficientes para la realización de nuestra tarea de investigación.

Deseo agradecer expresamente a las agencias de calificación STANDARD & POOR'S, MOODY'S INVESTORS SERVICE, e I.B.C.A, sus opiniones e información.

En este sentido me gustaría mencionar, muy especialmente a Michael Bunemann, director de la Agencia Moody's Investors Service en España, por su generosa, desinteresada e inestimable colaboración.

Mi gratitud y reconocimiento, también, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a INVERCO, instituciones ambas, de las que he recibido todo tipo de facilidades e información disponible.

AUTOR:

Joaquín López Pascual es Abogado, Master en Gestión Financiera, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid, y profesor de Gestión Bancaria de la Universidad Carlos III.

Tiene un amplia experiencia en el campo práctico de las Instituciones de Inversión Colectiva y del sistema y mercados financieros en general.

Autor del libro "Los Fondos de Inversión. Cien Preguntas Clave y sus Respuestas". Ed. Dykinson. 1.995.

Asimismo, es miembro del Comité de Redacción de la revista Actualidad Financiera, y autor de diversas publicaciones en Revistas especializadas, así como de colaboraciones en periódicos económicos.

INDICE

CAPÍTULO 1.

EL RATING O CALIFICACIÓN DE RIESGO.....	21
1.1. INTRODUCCIÓN.....	21
1.2. CONCEPTO DE RATING.....	25
1.3. LAS AGENCIAS DE RATING.....	26
1.3.1. Introducción.....	26
1.3.2. Standard & Poor's.....	29
1.3.3. Moody's Investors Service.....	30
1.3.4. Inter Bank Company Analysis (IBCA).....	33
1.3.5. Otras agencias de calificación.....	35
1.3.6. "Estudios e informes".....	39
1.3.7. Las agencias de rating en España.....	42

CAPÍTULO 2

EL SIGNIFICADO DE LAS CALIFICACIONES.....	45
2.1. INTRODUCCIÓN.....	45
2.2. TABLAS DE CALIFICACIONES.....	47
2.3. LAS CALIFICACIONES SEGÚN IBCA.....	48
2.4. LAS CALIFICACIONES SEGÚN MOODY'S.....	51
2.5. LAS CALIFICACIONES SEGÚN STANDARD & POOR'S.....	53
2.6. LAS CALIFICACIONES SEGÚN FITCH INVESTORS SER- VICE.....	55
2.7. TABLAS DE CALIFICACIONES. CUADRO-RESUMEN.....	56

CAPÍTULO 3

ELEMENTOS BÁSICOS EN LA ELABORACIÓN DE UNA CA- LIFICACIÓN.....	59
3.1. INTRODUCCIÓN.....	59
3.2. EL EQUIPO DE GESTIÓN.....	60
3.3. LA POSICIÓN DE MERCADO.....	60
3.4. LA POSICIÓN FINANCIERA.....	61
3.5. EL PLAN DE ACTIVIDADES.....	61

CAPÍTULO 4.

PROCESO DE OBTENCIÓN DEL RATING.....	65
4.1. INTRODUCCIÓN.....	65
4.2. FASES DEL PROCESO.....	66
4.3. EL PROCESO SEGÚN LA AGENCIA MOODY'S IN- VESTORS SERVICE.....	72
4.3.1. Introducción.....	72
4.3.2. El proceso, según Moody's Investors Service.....	72
4.4. EL PROCESO SEGÚN LA AGENCIA STANDARD & POOR'S.....	75

CAPÍTULO 5.

DOCUMENTACIÓN A PRESENTAR ANTE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN.....	79
5.1. INTRODUCCIÓN.....	79
5.2. DOCUMENTACIÓN PARA LAS AGENCIAS DE CALI- FICACIÓN SOBRE NUESTRA ENTIDAD.....	80
5.3. DOCUMENTACIÓN PARA LAS AGENCIAS DE CALI- FICACIÓN SOBRE NUESTRA ENTIDAD (Y II).....	86
5.4. ANEXO Nº1: CARTERA DE PRÉSTAMOS.....	92
5.5. ANEXO Nº2: LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	94
5.6. ANEXO Nº3: ANÁLISIS FINANCIERO.....	96

CAPÍTULO 6.

LA UTILIDAD DEL RATING.....	97
6.1. INTRODUCCIÓN.....	97
6.2. UTILIDAD PARA EL INVERSOR PARTICULAR.....	99
6.3. UTILIDAD PARA EL SOLICITANTE.....	101
6.4. UTILIDAD PARA EL MERCADO FINANCIERO Y SUS SUJETOS.....	103
6.5. EL DOBLE RATING DE RTZ LE FACILITA SU ACCESO AL MERCADO NORTEAMERICANO.....	104

CAPÍTULO 7.

LA TIPOLOGÍA DEL RATING.....	107
7.1. INTRODUCCIÓN.....	107
7.2. EL RATING DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES DE DEUDA.....	107
7.3. EL RATING DE LOS PAÍSES. EL RIESGO-PAÍS.....	108
7.3.1. Introducción.....	108
7.3.2. Instrucciones para su confesión.....	114
7.4. EL RIESGO-PAÍS: EL CASO ESPAÑOL.....	117
7.5. EL RIESGO PAÍS EN LAS FUENTES DOCUMENTALES.....	126
7.6. EL RATING DE LAS SUPRANACIONALES.....	127

7.7. EL RATING DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS, GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES.....	134
7.8. EL RATING INDUSTRIAL.....	149

CAPÍTULO 8

EL RATING Y LA TITULIZACIÓN.....	153
8.1. INTRODUCCIÓN.....	153
8.2. VENTAJAS DE LA TITULIZACIÓN.....	156
8.3. LA TITULIZACIÓN PARA LAS AGENCIAS DE CALIFI- CACIÓN.....	160
8.4. LA APLICACIÓN DEL RATING A LOS FONDOS DE TITU- LIZACIÓN.....	163

CAPÍTULO 9

EL RATING DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	173
9.1. INTRODUCCIÓN.....	173
9.2. LA NECESIDAD DE CALIFICAR LOS FONDOS DE IN- VERSIÓN.....	174
9.3. VENTAJAS DEL RATING DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	175
9.4. LA CALIFICACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR LAS AGENCIAS INTERNACIONALES.....	178
9.5. EL SIGNIFICADO DE LAS CALIFICACIONES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	180
9.6. EL PROCESO DE OBTENCIÓN DEL RATING DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	183
9.7. LAS PRIMERAS CALIFICACIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.....	187

CAPÍTULO 10

OTROS ASPECTOS RELATIVOS AL RATING.....	191
10.1. INTRODUCCIÓN.....	191
10.2. POSIBLES OBJECIONES GENÉRICAS AL RATING.....	191
10.3. ANÁLISIS JURÍDICO DEL RATING.....	194
10.4. EL RATING Y LA REGULACIÓN.....	195

ANEXO N° 1: LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S PARA EMISORES ESPAÑOLES Y FILIALES.....	199
BIBLIOGRAFÍA.....	201

INTRODUCCION.

Hace, tan sólo, unos años la propia palabra rating era objeto de absoluto desconocimiento, o, en el mejor de los casos, de confusa identificación con otros términos anglosajones de significado diametralmente opuesto.

La palabra rating tendría una traducción¹ equivalente a "estimación, valoración", o más aproximada, de calificación. Y, va a ser, precisamente, una estimación o calificación referenciada lo que va a suponer, en síntesis, este proceso conocido como rating.

La importancia de la calificación va a derivarse de dos aspectos fundamentales, por un lado, porque su aplicación se va a hacer extensiva (al menos, potencialmente) a cualquier tipo de prestatarios, países, organismos supranacionales, y empresas de toda clase, y, en segundo lugar, porque los niveles de calificación resultantes de la aplicación del proceso de calificación pretenden poseer, en principio, la misma validez (esto es, implica análoga calidad crediticia dentro de cada nivel) cualquiera que sea la clase de prestatario.

De ahí, que el rating vaya a intentar proporcionar un indicador de referencia expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad de pago en el tiempo estipulado, tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta, en definitiva, del menor o mayor riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los ha recibido.

1. En este sentido, queremos hacer constar en esta Introducción que buena parte de las palabras técnicas empleadas figuran en inglés, puesto que la gran mayoría de las agencias de calificación utilizan dicho idioma. No obstante, hemos procurado adaptarlas lo más posible a su traducción en nuestro idioma.

La calificación, será el objeto fundamental de esta publicación, donde procuraremos realizar un estudio exhaustivo no sólo de la técnica en sí, sino también de las agencias independientes especializadas en este tipo de actividad de calificación.

El libro se estructura en diez Capítulos en los que se trata de exponer todos los aspectos fundamentales de la calificación o rating.

El Capítulo primero sirve para definir el concepto de calificación y presentar las agencias de rating más importantes en el mundo financiero actual.

El significado e implicación de las calificaciones emitidas por las agencias de rating, es recogido con detalle en el Capítulo segundo.

El Capítulo tercero y cuarto abordan los elementos básicos en la elaboración de una calificación y el proceso a seguir. En este sentido se exponen los distintos procesos seguidos por las diferentes agencias de calificación.

El Capítulo quinto y con una finalidad, eminentemente docente, recoge algunos de los documentos básicos que deben ser presentados ante estas agencias para obtener una calificación.

La utilidad que la calificación tiene para los inversores particulares, para los solicitantes y para el mercado financiero y los sujetos intervinientes en él se detalla en el Capítulo sexto.

Los distintos tipos o clases de calificación son objeto de análisis en el Capítulo séptimo.

Los procesos recientes de titulización y el desarrollo de algunos productos financieros, relativamente modernos pero de enorme impacto en el mundo financiero actual, tales como los Fondos de Inversión, van a ir intensamente relacionados con el rating como se aprecia en el Capítulo octavo y noveno.

No podríamos finalizar un estudio tan profundo del rating sin reseñar las principales objeciones que, sin negar la indudable importancia y el papel fundamental del rating en el mundo financiero actual, se aducen con respecto a las calificaciones.

Finalmente, en Anexo, se recogen la totalidad de las calificaciones de emisores españoles y sus filiales, elaboradas por la Agencia Moody's Investors Service; y una Bibliografía general sobre el rating.

En definitiva, se ha intentado presentar en nuestro país un amplio y novedoso estudio sobre el complejo y desconocido mundo del "rating" y la calificación.

Para ello, se ha intentado conjugar un carácter pedagógico o docente con una claridad suficiente para el inversor particular, con el ánimo de acercar al estudiante de temas financieros, y, en general, al pequeño inversor, desconocedor del rating y su importancia.

Con todo ello, se pretende que se empiece a extender el criterio de la necesidad de contar con procesos de calificación, para que el inversor pueda valorar y entender, realmente, la importancia de la calificación. Importancia, que radica en permitir al inversor contar con un indicador de referencia del riesgo de devolución de principal e intereses que puede asumir al realizar su inversión.

Finalmente se ha pretendido, también, que este libro pueda servir de orientación a los alumnos de nuestras Universidades a acercarse a un tema, no siempre, tratado con la suficiente profundidad e importancia que merece.

Madrid, Abril 1.996.

Joaquín López Pascual.

CAPITULO 1

EL "RATING" O CALIFICACION DEL RIESGO

1.1 INTRODUCCION

El desarrollo de la economía industrial en el siglo XIX y su posterior internacionalización a lo largo del siglo actual se han basado en un proceso de inversión y crédito, el cual implica, para los prestamistas, un riesgo ante la posible no devolución de sus préstamos o de los intereses pactados.

Frente a estos procesos se generalizaron métodos de calificación de la solvencia de las entidades prestatarias.

Un rating¹ es una calificación de riesgo de una compañía, es decir una forma, resumida en una notación, de juzgar la capacidad y probabilidad de pago de los intereses y principal de una deuda emitida por parte de la compañía que recibe la calificación.

Esta nota resume un proceso laborioso, que analizaremos en otro apartado de esta monografía, formando parte las conclusiones del mismo de la propia calificación en sí.

1. A lo largo de toda nuestra publicación utilizaremos, indistintamente, la palabra rating o su traducción aproximada de "calificación".

Sin embargo, la calificación es la que recibe mayor publicidad y contiene mayor utilidad debido a su carácter resumido y memorizable.

La calificación ha de ser una opinión imparcial, documentada y profesional de la capacidad de pago del principal e intereses de la deuda contraída por parte de entidades especializadas en dichos estudios. La actividad de estas entidades ha de ser conocida para que la calificación que otorguen sea creíble y fiable.

Los procesos de calificación deben ser el resultado de un estudio y análisis basado en opiniones imparciales, documentadas y profesionales donde se valore la capacidad de pago del principal e intereses de la deuda contraída por parte de las entidades especializadas.

La actividad de estas agencias de calificación ha de ser conocida para que la calificación que otorguen sea creíble y fiable, puesto que éstos son los elementos que sustentan la confianza de la calificación en última instancia.

El concepto de calificación, en sí mismo, supone proporcionar un indicador expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad del pago en el tiempo estipulado, tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta, es decir, del menor o mayor riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los ha recibido.

Así pues, la necesidad y difusión de la calificación se derivan del propio desarrollo y crecimiento de los mercados de deuda, que alejan al prestatario de los proveedores de fondos, de forma que este último necesita un instrumento relativamente simple que le permita, de forma clara y sencilla, reconocer la calidad crediticia de un emisor de deuda, sobre el cual, posiblemente carezca de información conveniente y suficiente. En la medida en que además, la deuda emitida pueda tener, en cada caso, distintos mecanismos de cobertura del pago de los intereses o de la devolución del principal, en ocasiones muy sofisticados, esa necesidad hay que hacerla extensiva a las emisiones concretas de una misma entidad, ya que el nivel de protección que tales emisiones ofrecen al inversor pueden ser muy diferentes.

La necesidad expuesta se hace, aún más aguda, cuando se consideran los fenómenos recientes conocidos como "desintermediación y titulización".²

Aunque, históricamente, la existencia de la calificación pueda proceder de un tiempo anterior³, un momento culminante, en su historia moderna, tuvo lugar cuando en 1.970 se declaraba en quiebra —con 80 millones de dólares en "Commercial Paper" pendiente— la que, entonces, era la mayor compañía de transportes del mundo, la estadounidense "Penn Central", rompiendo la idea de que el "Commercial Paper" de las grandes empresas de aquel país era tan seguro como sus "Treasury Bonds".⁴

Este suceso motivó que los mercados financieros norteamericanos tomaran conciencia de la necesidad de contar con calificaciones en todo tipo de emisiones ya fueran de emisores públicos o privados, a corto, medio o largo plazo.

Todo ello ha llevado a algunos autores⁵ a definir el rating como "una señal informativa que se dirige al mundo financiero en general, y, muy particularmente a los inversores".

En nuestra opinión, si bien es indudable que una calificación supone una referencia clara y expresa para el inversor, una definición más estricta nos llevaría a considerar un rating como "una calificación realizada por agencias especializadas sobre el riesgo que tiene un inversor de que el prestatario pueda devolver el principal y los intereses de la emisión de referencia".

Obviamente, esto no debe entenderse, en modo alguno, como una invitación a la compra o venta de un valor, sino, meramente, una calificación del riesgo de la emisión.

-
2. Sánchez Asiaín, J.A.; Fuentes Quintana E. "Reflexiones sobre la Banca" Ed. Espasa Calpe. Biblioteca de Economía. Serie Estudios. 1.992. página 95 "... Es de señalar, sobre este particular, que la "titulización" plantea serios problemas en cuanto a la evaluación del riesgo por parte del inversor, sobre todo cuando, como en el caso de España, no existen agencias independientes que determinen el rating de las empresas emisoras".
 3. La primera agencia de calificación fue establecida por John Moodys en 1.909, mientras que Standard & Poor's fue creada en los años 40.
 4. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection gestion. Paris 1.990. páginas 21 a 23.
 5. Ontiveros E., y otros "Mercados Financieros Internacionales". Editorial Espasa Calpe.

El rating va a estar estrechamente vinculado a la existencia de agencias especializadas de calificación, de las que nos ocuparemos más adelante. Estas agencias han de fundamentar sus criterios en datos contrastados y dos principios básicos: la **confidencialidad** y la **independencia**.

La **confidencialidad** se configura como el principio fundamental que permite la existencia de la calificación, dado que, la información a la que las agencias tienen acceso constituyen "el entramado financiero" de la entidad. Ni que decir tiene que una ausencia de discreción y confidencialidad supondría el rechazo y reticencias de las entidades a ser calificadas.

La **independencia** supone, por su parte, la espina dorsal sobre la que se vertebra todo el sistema y, lo que es más importante, le otorga la credibilidad de los inversores, emisores y del mercado. Sería impensable concebir un sistema de calificación en el que las agencias encargadas de llevarlo a cabo se encontraran influidas o delimitadas en su actuación por intereses privados.⁶

En principio, la calificación se refiere a la probabilidad de pago de intereses y principal de una emisión de deuda específica. Sin embargo, las diferencias de plazos entre la realización del análisis y las oportunidades de lanzamiento de la emisión hacen que muchas entidades soliciten el conocido como "rating genérico o rating de depósitos", que no mide el riesgo de una emisión específica sino de una entidad en general.

Además, se puede conceder una calificación a corto plazo, para emisiones cuyo vencimiento no supere los 365 días (papel comercial, depósitos bancarios, etc.) o a largo plazo, para emisiones superiores al año.

6. En este sentido Michael Charlton y Charles Prescott en "Las Agencias de calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros". Papeles de Economía Española, n° 54, 1.993 apuntan lo siguiente: "Por lo tanto, la experiencia y el acierto de los analistas a la hora de asignar la calificación correcta, de modo que ni la falta de realismo lleve a situarla demasiado alta ni el exceso de cautela demasiado baja, son decisivos para mantener la aceptación del mercado. La credibilidad depende también de que la agencia de calificación sea independiente de propietarios que pudieran dar origen a un conflicto de intereses. Cualquier falta de autonomía que se observe puede crear desconfianza en la validez de las calificaciones por parte del inversor".

1.2. CONCEPTO DE RATING.

El rating o calificación se puede definir como un "indicador de referencia expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad de pago en el tiempo estipulado, tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta, en definitiva, del menor o mayor riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los ha recibido".⁷

Un rating es una calificación de riesgo, es decir, una forma resumida en una notación, de juzgar la capacidad y probabilidad de pago de los intereses y principal de una deuda por parte de la compañía que recibe la calificación.

Esta nota, en sí misma, resume un proceso laborioso formando parte del propio rating en sí.

Conviene distinguir el concepto de calificación del de "auditoría", ya que, este último tiene por objeto esencial evaluar una situación patrimonial en un momento puntual, ajustada a unos principios de contabilidad generalmente aceptados, mientras que el rating, por el contrario, supone un análisis pasado, presente y futuro de la entidad calificada con arreglo a unos criterios concretos.

El rating tampoco puede interpretarse como una recomendación de compra, venta, o mantenimiento en cartera de ningún valor, ni como una evaluación o valoración sobre una empresa u otra. No es mejor empresa la que cuenta con mejor rating que otra.

Tradicionalmente, el rating se identifica con emisiones, así, la obtención de un rating es un requisito imprescindible en la generalidad de las emisiones realizadas en los Estados Unidos y goza de especial consideración en determinados mercados, principalmente internacionales, tales como el euromercado (sobre todo en emisiones de eurobonos y euroobligaciones), radicando la importancia del rating, en estos supuestos, en su consideración como elemento indicativo de primer orden para los inversores, ya sean, institucionales o particulares. En efecto, el rating viene siendo un elemento

7. Ver López Pascual, Joaquín, "El Rating: Un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros". Actualidad Financiera, n° 25, Junio, 1.993.

que, cada día más, se va imponiendo como condición indispensable para todo emisor que desee recabar fondos de prestamistas, tanto nacionales como internacionales.

Así pues, no es de extrañar que el proceso de obtención de rating preocupe normalmente a los emisores de bonos internacionales por varias razones, entre otras, la confidencialidad y la obtención de un rating de "primera calidad". Las agencias de rating⁸ conscientes de estas preocupaciones de los emisores, han desarrollado unos mecanismos por los cuales se permite a los prestatarios interrumpir el proceso en algunos momentos sin que así se produzca un impacto adverso en su reputación o prestigio.⁹

Ahora bien, este concepto de rating que podemos denominar "básico o de partida" se ha ido viendo superado, modernamente, por un concepto más amplio, extensible, no sólo, a las emisiones, en sentido estricto, sino también, a los propios emisores, e incluso, a otro tipo de instrumentos financieros (sobre este tema volveremos en otro Capítulo de este libro).

El rating aparece, pues, como un proceso de calificación omnicomprendivo y aplicable a diversos instrumentos y productos financieros, y no, tan sólo, a las emisiones, como es tradicional. De hecho, se habla ya de clases o tipologías de rating, como veremos, más adelante.

1.3. LAS AGENCIAS DE RATING.

1.3.1. Introducción.

Los procesos de calificación deben ser el resultado de un estudio y análisis basado en opiniones imparciales, documentadas y profesionales donde se valore la capacidad de pago del principal e intereses de la deuda contraída por parte de las entidades especializadas.

8. Ver López Pascual, J. "Consideraciones Generales sobre el Rating". Actualidad Financiera nº 35. Septiembre de 1.991., pag F-627.

9. Sin duda alguna, las dos agencias de rating más importantes son Standard & Poor's Corporation y Moody's Investors Services, Inc. Estas agencias son absolutamente privadas y no tienen vinculación alguna con Gobierno o Institución. No obstante, existen otras agencias especializadas como Fitch Investors Service Inc e Inter Bank Company Analysis (I.B.C.A.), de las que nos ocuparemos más adelante.

La actividad de estas agencias de calificación ha de ser conocida para que la calificación que otorguen sea creíble y fiable, puesto que éstos son los elementos que sustentan la confianza de la calificación en última instancia.

Además, las agencias han de fundamentar sus criterios en datos contrastados y dos principios básicos: la confidencialidad y la independencia.

Si pudiéramos a alguien, relacionado con el mundo de las finanzas, que nos mencionara el nombre de una agencia de rating nos encontraríamos con total seguridad ante una de las siguientes denominaciones: Standard & Poor's, o, Moody's.

En efecto, las dos agencias más conocidas y con mayor cuota de mercado en su negocio son Standard and Poor's (S&P) y Moody's Investors Service (Moody's).

Sin embargo, existen otras agencias que describiremos posteriormente.¹⁰

Los orígenes y desarrollo de las agencias de calificación¹¹ arrancan en la ingente expansión geográfica y económica de los Estados Unidos de América durante el siglo XIX, en el que se aceleró el desarrollo de los mercados de capitales del país, tanto de renta variable como de deuda, para satisfacer la necesidad de capital de la economía. En Europa, la estructura financiera existente bastaba para atender a la demanda interior de fondos, pero en Estados Unidos la extraordinaria velocidad del proceso de crecimiento hizo que, junto al sistema bancario, se creara el mayor mercado de bonos del mundo.

En concreto, los inversores necesitaban conocer la situación financiera de las muchas compañías ferroviarias, que de hecho eran las que estaban llevando la revolución industrial a todo el país,¹² y que se financiaban en gran medida mediante emisiones de bonos. Cuando se acabó el siglo, la práctica de los informes crediti-

10. Ver, Apartado 1.3.5. "Otras Agencias de Calificación".

11. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection gestion. Paris 1.990. Chapitre I, páginas 13 a 31.

12. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection gestion. Paris 1.990. Chapitre I, página 15.

cios, destinados a informar a los inversores sobre los títulos de contratación pública, había dado paso a la calificación crediticia.

Dos de las agencias de calificación fundadas en aquella época (Standard & Poor's Corporation, fundada en 1.860 y Moody's Investors Service Inc. establecida en 1.900) son, actualmente, las mayores del mundo, básicamente, en cuanto a volumen y extensión geográfica.

En 1.901, Roger Babson y Freeman Putney consideraron la posibilidad de calificar emisiones. Sin embargo, será John Moody, quien en 1.909 prepare las primeras calificaciones que aparecerán publicadas en "Analysis of Railroad Investment".¹³

Las agencias de calificación se desarrollaron únicamente en Estados Unidos, hasta el punto de que, hasta 1.970, todas seguían siendo estadounidenses. Desde entonces la liberalización gradual y el crecimiento de los mercados de capitales fuera de los Estados Unidos han llevado a crear nuevas agencias de calificación.

Así en la década de los años setenta¹⁴ se formaron en Canadá, Japón y el Reino Unido, y durante los años ochenta y noventa aparecieron en Argentina, Australia, Chile, Corea, Francia, India, Malasia, Noruega, etc. La internacionalización de las calificaciones crediticias se observa, fundamentalmente, en la expansión de las agencias en países y mercados exteriores a su base interna.

Hasta hace poco tiempo, sólo los mercados de capitales estadounidenses operaban libremente, y siguen siendo, con mucho, los mayores del mundo¹⁵. Fruto de ello fue que la habilidad en la calificación crediticia se concentraran en un pequeño número de agencias de Estados Unidos. " Esas agencias evolucionaron junto con sus mercados y se fueron internacionalizando, mediante la calificación de deuda emitida por organizaciones extranjeras que desea-

13. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection gestion. Paris 1.990. Chapitre I, Section 3, páginas 28 a 31.

14. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection gestion. Paris 1.990. Chapitre I, página 15.

15. Michael Charlton y Charles Prescott en "Las Agencias de calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros". Papeles de Economía Española, nº 54, 1.993.

ban acceder a los mercados estadounidenses en busca de fondos que en sus países no existían o resultaban más caros."¹⁶

Modernamente, se está asistiendo a un auge de las agencias de calificación locales, centradas en un determinado país o región.¹⁷ Este auge 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".¹⁸

1.3.2. Standard and Poor's.

Esta Agencia fue fundada en 1.860 en Estados Unidos.

En 1.923, comenzó a calificar la deuda de emisores corporativos y municipales, habiéndose experimentado el crecimiento principal de esta sociedad en los últimos diez años¹⁹.

En 1.966, fue adquirida en su 100% por la editorial norteamericana Mc. Graw & Hill, tras cotizar anteriormente de forma independiente en la Bolsa.

Pese a las críticas que dicha adquisición desató, no ha supuesto un menoscabo para la independencia y profesionalidad de S&P.

16. Michael Charlton y Charles Prescott en "Las Agencias de calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros". Papeles de Economía Española, n°54, 1.993, página 270.

17. Dallas, George. "Las Agencias de calificación y el mercado de renta fija". Papeles de Economía Española, n° 54, 1.993.

18. Dallas, George. "Las Agencias de calificación y el mercado de renta fija". Papeles de Economía Española, n° 54, 1.993, página 286 y 287.

19. Ratings y Análisis: El Papel de Standard & Poor's en los mercados de capitales": Standard & Poor's. Diciembre 1.994, página 61.

En la actualidad, tiene concedidas calificaciones a más de 2.000 emisiones de grandes corporaciones y a más de 8.000 municipios-estados, entidades nacionales y supranacionales.²⁰

También, ha concedido calificación a más de 1.400 emisiones de papel comercial. Recordemos que, a partir de 1.969, empezó a asignar una calificación a emisiones de Papel Comercial (Commercial Paper)²¹.

Sus analistas se encuadran en cinco grupos básicos:

- Industrias, suministros de gas, electricidad y telefonía.
- Instituciones financieras.
- Seguros y Transportes.
- Municipios y Estados.
- Supranacionales.

1.3.3. Moody's Investors Service.

La agencia fue fundada, por John Moody, quien se cree que introdujo el sistema de calificación de valores en 1.909 en los Estados Unidos.

Inicialmente, se empleó para calificar las emisiones de empresas de ferrocarriles norteamericanas, sus notas "Aaa-through-C" se han convertido en símbolos de créditos aceptados internacionalmente.

Moody's ha venido publicando opiniones e informes sobre prestatarios internacionales durante casi los tres últimos cuartos de este siglo. En 1.919 la agencia ya asignaba "ratings" a la deuda de algunos países soberanos, tales como Gran Bretaña, Francia, Italia y Japón, y la República de China. En 1.950 calificó a ciertos emisores

20. Sobre Supranacionales puede consultarse, Bogdanowicz-Bidert, C.A. "The Supranationals" Euromoney Publications. Londres.

21. Por "Commercial Paper" entendemos, los pagarés emitidos por empresas de primera fila, conocidas en terminología anglosajona como "blue chips," y gran volumen de operaciones. Históricamente, estas emisiones tuvieron su origen en los Estados Unidos y continúan representando una fórmula de financiación de empresas muy importante y a la vez un instrumento para la colocación de ahorros. En España las emisiones más similares, en nuestro mercado financiero, serían las emisiones de Pagarés de Empresa.

internacionales, Canadá, Australia, el Banco Mundial, y la C.E.C.A.. En 1.970, comenzó la calificación de emisores de Eurobonos, Barclays Bank International, Japan Development Bank, y Société Nationale des Chemins de Fer Français. Como dato representativo, podemos mencionar que la primera calificación en el corto plazo (short-term rating) de un emisor no estadounidense fue asignado, en 1.974, a una compañía francesa, Électricité de France.

Moody's Investors Service, fue adquirida, en 1.962, por la empresa de información financiera Dunn & Bradstreet, sin perder por ello profesionalidad e independencia de criterio.

Dunn & Bradstreet es una empresa internacional desde 1.875 dedicada a proporcionar información comercial y financiera.

En la actualidad, Moody's califica a más de 4.000 empresas que emiten en cada uno de los segmentos más importantes del mercado de capitales. Tiene asignado calificaciones al 100% de las emisiones a corto y largo plazo de los Estados Unidos. Asimismo, califica el 75 % del saldo vivo total de emisiones de Eurobonos, y el 85% del importe total previsto de todos los programas de emisión de Euro-papel Comercial.

Hoy en día, Moody's califica títulos de deuda de más de 8.000 emisores en todos los segmentos del mercado, incluyendo empresas industriales, bancos, compañías financieras, sociedades de bolsa, compañías de seguros, operaciones de titulización de activos, fondos de inversión, y, 40 estados soberanos, cerca de 100 entidades estatales y 18 entidades supranacionales.²²

Moody's cuenta con más de 500 analistas²³, directores y analistas de apoyo dedicados a calificar los distintos instrumentos de renta fija. Para garantizar la consistencia de sus calificaciones, todos los analistas están organizados por sectores. Cada grupo está dirigido por un Director y varios Directores Adjuntos, que supervisan un equipo de analistas de crédito y analistas de apoyo. Cada equipo sigue, con un enfoque internacional, el sector que tiene asignado.

22. Consultar "Las Calificaciones de Moody's". Ed. Moody's Investors Service España, S.A. 1.994.

23. La información aquí recogida esta extraída de la publicación "Las Calificaciones de Moody's". Ed. Moody's Investors Service España, S.A. 1.994.

Sus analistas se reparten en los siguientes sectores básicos:

— Grupo de Empresas Industriales.

Analiza los sectores de petróleo, gas, automóviles, alta tecnología, industrias básicas, consumo, sanidad y otros servicios.

— Grupo de Instituciones financieras.

Analiza los bancos, cajas de ahorro, empresas de seguros, entidades financieras, sociedades de bolsa y banco de negocios. Asimismo la división de riesgo soberano, dentro de este grupo, es responsable del análisis de los estados soberanos, entidades supranacionales y de los bancos de desarrollo.

— Grupo de Servicios públicos.

Analiza las compañías eléctricas, de gas, y de comunicaciones.

— Grupo de Titulización

Trabaja en operaciones de titulización de todo tipo de activos.

Los miembros de cada uno de los grupos mencionados, desarrollan su trabajo en las distintas oficinas de Moody's repartidas por todo el mundo. Dentro de cada sector, los analistas son responsables de empresas domiciliadas en diferentes países.

Esta estructura operativa, en opinión de Moody's, les ayuda a garantizar una consistencia global a la vez que un profundo conocimiento de cada uno de los mercados domésticos.

Los servicios de consulta e investigación de Moody's ofrecen información puntual sobre diversos temas.²⁴

En la actualidad Moody's tiene sedes en las principales ciudades y centros financieros internacionales: Frankfurt, Londres, Madrid, Nueva York, París, San Francisco, Sydney, Tokio, Toronto.

24. La información aquí recogida esta extraída de la publicación "Las Calificaciones de Moody's". Ed. Moody's Investors Service España, S.A. 1.994.

1.3.4. Inter Bank Company Analysis (IBCA).

IBCA Limited es una compañía internacional de calificación especializada en el análisis de la solvencia de los bancos y su rating es muy considerado especialmente por inversores europeos.

Fundada en 1.978, IBCA es una entidad independiente, con sede en Londres y con oficinas en Nueva York, Tokio, París, Madrid y Barcelona. La mayoría de su capital está en poder de sus directores y todos sus accionistas son personas físicas. IBCA Limited está reconocida por la Securities and Exchange Commission (S.E.C.), la National Association of Insurance Commissioners, ambas en Estados Unidos, la Securities and Futures Association (S.F.A.) del Reino Unido, y la Société des Bourses Françaises (S.B.F.) en Francia.

La agencia está mundialmente reconocida como una autoridad en instituciones y sistemas financieros. Desde 1.987, IBCA, ha incrementado su cobertura para incluir instituciones no financieras y su objetivo es llegar a ser la agencia de calificación con mayor cobertura de emisiones y entidades europeas.

Además de asignar "ratings", IBCA elabora informes de riesgo crediticio de más de 350 entidades en 25 países. La agencia cuenta con una base de suscriptores que consiste en alrededor de 800 empresas e instituciones líderes mundiales. Entre ellas se encuentran los departamentos de tesorería y crédito de las grandes corporaciones industriales y entidades financieras, bancos centrales, agencias de gobierno y fondos de inversión.

IBCA Limited califica a las entidades bancarias según cuatro criterios diferentes, en función de los cuales otorga a otros tantas calificaciones: **individual, legal, a corto plazo, y a largo plazo.**

La **calificación individual** analiza la situación en la que se encontraría un banco en caso de tener dificultades si no pudiese contar con ningún apoyo por parte de las autoridades.

Esta calificación trata de dar una idea de la solvencia de una entidad del banco en términos de gestión y capitalización. Las calificaciones van de la A la E (de mejor a peor), con graduaciones intermedias, como A/B, B/C, C/D, y D/E, pudiendo ser revisadas,

al igual que ocurre en el resto de las calificaciones otorgadas por las restantes agencias, tanto al alza como a la baja.²⁵

La **calificación legal** mide el apoyo que recibiría una entidad por parte de las autoridades en caso de encontrarse en problemas. Las calificaciones van de 1 a 5 (de mejor a peor).

Las **calificaciones corto plazo y a largo plazo** analizan las características de endeudamiento de la entidad y su capacidad para hacer frente al pago de los intereses de las emisiones y la devolución de su principal en los plazos establecidos. una calificación a corto plazo se aplica a las emisiones a menos de un año y las calificaciones van de A1+ a D1, pasando por A1, A2, B1, B2, y C1, en orden descendente.

Las calificaciones a largo plazo incluyen todas las emisiones a plazos superiores a un año. Las calificaciones, de mejor a peor, son AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C. Estas calificaciones pueden ir acompañados de un signo positivo o negativo, para indicar un nivel relativo dentro de cada categoría.

Las calificaciones BB e inferiores representan que las emisiones calificadas tienen un alto componente de especulación.

25. Conviene recordar, que sólo algunos bancos españoles alcanzan el rating A/B. En este sentido es ilustrativa la revisión del rating que IBCA ha realizado del Banco Central Hispano. (como recogieron, con profusión, los periódicos especializados, EXPANSIÓN y LA GACETA DE LOS NEGOCIOS en sus ediciones del miércoles 14 de julio de 1.993, en las páginas 9, y 28, respectivamente). En efecto la agencia IBCA modificó su rating individual al Central Hispano, desde B al B/C para mantenerlo en el largo plazo AA-, y en el corto plazo, A1+. Según la agencia europea, "la bajada de la calificación refleja las dificultades por las que atraviesa el Central Hispano para constreñir la presión sobre sus beneficios operativos y sus problemas para resolver la calidad de sus activos pendientes -créditos morosos-. Además, la economía se deteriora más deprisa que en otros países europeos, lo que tendrá un impacto, tanto en el Central Hispano como en otras entidades españolas". Otro ejemplo ilustrativo se produjo como consecuencia de la crisis del Banco Español de Crédito. IBCA (como, también, recogieron ampliamente los medios de difusión, ver Expansión de 21 de enero de 1.994) bajo la calificación individual de Banesto de C/D a D/E. Un dato final, en la calificación anual publicada por IBCA en Business Week, y en la que se recogen los primeros doscientos bancos del mundo por tamaño, el Banco Central Hispano ocupa el puesto sesenta y ocho, precedido, tan sólo, por un banco español, el Banco Bilbao Vizcaya.

Finalmente, debemos señalar que IBCA elabora anualmente un ranking por volumen de activos en colaboración con la revista "Business Week".

1.3.5. Otras agencias de calificación.

Además de las agencias de calificación, ya estudiadas y conocidas por los agentes familiarizados con el mercado financiero, existen otras agencias, no tan conocidas, pero que, van cobrando mayor importancia y que podemos agrupar en el Cuadro nº 1.

Cuadro nº 1.

PAÍS	NOMBRE	ENTORNO	DIFUSIÓN ADAPTACIÓN
EEUU	Fitch Investors Sec. Duff & Phelps McCarthy, Crisanti, .	Nacional Nacional Bonos Basura	Internacional Nacional
JAPON	Japan Bond Research Ins. Nippon Investors Svce. Japan Credit Rating Ag.	Euro-Yen EuroYen, Matadores. Em. nacionales. Euro-Yen.	Internacional Internacional Internacional
EUROPA	Intnal. Bank Credit Anal. Euroratings Ltd. Ag. d'Evaluation Financ.	Sector bancario Emis. Europeas. Mdo. París.	Internacional Cerrada(?).

En efecto, en los últimos tiempos, y debido a la necesidad, cada vez mayor, de contar con índices de referencia fiables para los inversores están proliferando otras agencias de calificación, tales como Nordisk Rating, fundada en 1.988 en Suecia, la agencia, Bankwatch, especializada en calificación de emisiones norteamericanas.

Incluso han aparecido agencias especializadas en emisiones concretas, como es el caso de McCarthy, Crisanti & Maffei (centrada en la calificación de los denominados "bonos basura").

En los últimos años se han formulado críticas en Europa a las agencias de calificación más importantes basadas, en su aparente falta de conocimiento y comprensión hacia los sistemas contables europeos. Por ello se ha planteado, por algún sector, la necesidad de crear agencias de calificación paneuropeas. Son varios los países en los cuales existen proyectos, en mayor o menor medida avanza-

dos, destinados a crear agencias dedicadas hacia lo que podríamos llamar un "rating doméstico o local".

La ampliación del número de agencias dedicadas a esta actividad, si bien es deseable, plantea, a nuestro juicio, un posible problema de supervivencia de las nuevas agencias, dado que la fuente de ingresos de una agencia proviene, como sabemos,²⁶ de dos vías, o la de publicaciones, estudios, "surveys" y "researches",²⁷ o bien, lo que suele ser más habitual, por medio del pago de los derechos de calificación que han de abonar los emisores para ser calificados.

Obviamente, los emisores acudirán en mayor medida a agencias de calificación ya conocidas y con prestigio en los mercados domésticos e internacionales que en aquellas de reciente implantación.

En definitiva, será preciso esperar algún tiempo para poder evaluar si estos proyectos pueden, finalmente, en el difícil y competitivo mercado de las calificaciones.

Incluimos un cuadro con la mayoría de las Agencias de Calificación existentes hasta la fecha:

26. Ver E. Ontiveros y otros. "Mercados Financieros Internacionales". Editorial Espasa Calpe, páginas 430 y siguientes.

27. En 1.3.6. incluimos modelos de "surveys" de algunas de las agencias especializadas sobre diversos sectores del mercado.

CUADRO 2

Nombre	Compañía	País	Fundado	Propietario	SERVICIOS										
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
PCA	Calificadora de Riesgo P.C.A, S.A	Argentina	1992	IBCA, CCAA & Inversores	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
AR PTY	Australian Rating PTY Limited	Australia	1980	S&P	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
CBRS	Canadian bond Rating Service Inc	Canadá	1972	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
DBRS	Dominion Bond Rating Service Limited	Canadá	1976	Privado	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
AMMA	Aninat, Mendez, Merino, y Asociados														
CCAA	Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
	Clasificadores Asociados y Compañía														
ECONSULT	Limitada Clasificadora de Riesgo	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
FELLER	Econsult Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
	Feller Schaleyer Rating Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
HUMPHREYS	Riesgo Limitada														
RATE	Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No
CI	Rate Clasificadora de Riesgo Limitada	Chile	1988	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
IBCA	Capital Intelligence Limited	Chipre	1982	Privado	No	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	No
	IBCA Ratings España, S.A.	España	1992	IBCA Limited	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
IBERATINGS	Iberatings, S.A.	España	1992	S&P, Entidades Públicas	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
A.M. BEST	A.M. Best Compañy	EEUU	1896	Privado	No	Sí	No	Sí	No	No	Sí	Sí	No	No	No
CATES	Cates Consulting Analysis Inc.	EEUU	1969	Ferguson & Company	No	Sí	No	Sí	No	No	Sí	No	Sí	No	No
D&P	Duff & Phelps Inc.	EEUU	1932	Privado & Inversores	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
FITCH	Fitch Investors Service Inc.	EEUU	1913	Privado	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
IBCA	IBCA Inc.	EEUU	1983	IBCA Limited	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	No
LACE	Lace Financial Corporation	EEUU	1985	Privado	No	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí
MOODY'S	Moody's Investor Service Inc.	EEUU	1900	Dun & Bradstreet Corp.	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
S&P	Standard & Poor's Corporation	EEUU	1860	McGraw-Hill Inc.	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
TBW	Thomson Bank Wahtch Inc.	EEUU	1974	Thomson Corporation	No	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	Sí	No
VERIBANC	Veribanc Inc.	EEUU	1981	Privado	No	Sí	No	Sí	No	No	Sí	No	Sí	No	No

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

CUADRO 2

CONTINUACIÓN

Nombre	Compañía	País	Fundado	Propietario	SERVICIOS										
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
CIB	Credit Information Bureau Inc.	Filipinas	1982	Entidades Financieras	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
ENF	Euronotation France	Francia	1990	Privado & Inversores	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
S&P ADEF	Agence d'Evaluation Financière Societe Anonyme	Francia	1986	S&P	No	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
CIS	Capital Information Services Limited	Hong-Kong	N/A	Entidades Financieras	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	No	No
CRISIL	The Credit Rating Information Services of India Limited	India	1988	Entidades Financieras	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
JBRI	Japan Bood Research Institute	Japón	1975	Entidades Financieras	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
JCRA	Japan Credit Rating Agency, Limited	Japón	1985	Grupo Nikkei	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
MIKUNI	Mikuni & Co. Limited	Japón	1975	Privado	No	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
NIS	Nippon Investors Services Inc.	Japón	1985	Entidades Financieras	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
KIS	Korean Investors Services Inc	Korea	1985	Entidades Financieras	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
NORDISK	Nordisk Rating AB	Noruega	N/A	S&P	No	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
MISA	Moody's Investor Service, S.A.	España	1992	Moody's	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
KMCC	Korea Management & Credit Rating Corporation	Korea	1986	Entidades Financieras	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
NICE	National Information and Credit Evaluation Inc	Korea	1986	Entidades Financieras	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No
RAMB	Rating Agency Malaysia Berthad	Malasia	1990	Entidades Financieras	No	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
CAVAL	Calificadora de Valores S.A de C.V.	México	1989	Privado	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
CPR	Companhia Portuguesa de Rating	Portugal	1988	Entidades Financieras	No	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
IBCA	Sociedade Anonima	RU	1978	Privado & Inversores	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	Sí	No
ISI	IBCA Limited	RU	1981	S&P	No	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No
	Insurance Solvency International Limited	RU													

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

Fuente: Charlton, Michael, y Prescott, Charles "Las agencias de Calificación: Su desarrollo y su contribución a los Mercados Financieros". Papeles de Economía Española n° 54, 1993, Pág 271.

1.3.6. "Estudios e Informes".

Como hemos comentado, previamente, entre las fuentes de financiación de las agencias de calificación se encuentran la publicación de estudios e informes ("researches" y "surveys", en terminología anglosajona).

A continuación se recogen algunos de los modelos utilizados por las agencias especializadas.



January 1995

Germany Approves Money Market Funds

Summary Opinion

In mid-1994, the German parliament took a further step in its expansion of the financial markets by passing the "Zweites Finanzmarkförderungs-gesetz"—a proposal allowing German mutual fund managers to launch money markets funds (MMF). Effective August 1, 1994, investment management companies were allowed to manage money market funds registered and managed in Germany. Money market funds based in other jurisdictions, such as Luxembourg, were also permitted to publicly market their units or shares to German investors.

The approval of money market funds by the German parliament was taken, in part, to provide a level playing field for German and foreign-based fund managers that were selling foreign-based money market funds, including deposit funds, to German investors. Some foreign funds were selling well because they enjoyed considerable tax benefits from gaps in the taxation rules, which was especially true in the case of deposit funds.

It is still too early to fully evaluate the particular credit and market risks associated with these products. Much depends on how they are utilized by retail and institutional investors in Germany's markets. If money funds are considered to be more than a pure savings vehicle, German managers may have to deal with potentially volatile asset swings driven by competitive rates, where rate sensitive investors "fund jump" to obtain the best yield of the moment. In addition to rate sensitive investor movements, managers will have to structure their portfolios to deal with seasonal asset swings, and thus highly liquid portfolios will be needed.

Available liquidity could be scarce, however, because of several factors specific to the German market. The commercial paper market in Germany is quite small, for instance, and fund managers may be pressed into buying lower quality, less liquid paper to keep their funds fully invested. Unlike other countries with large money market funds, there is essentially no short-term government securities market in Germany.

Finally, one of the most plentiful type of securities available for purchase in German money market funds is floating rate notes. Some of these are structured in ways that could produce highly volatile demand, and therefore create turbulence in market values. In many other countries, money market managers have been offered floating rate notes with many other countries, money market managers have been offered floating rate notes with complex interest rate reset formulas, resets with interest rate caps, floors, and collars, or even with embedded options tied to commodity markets. Complex floating rate securities may provide a yield boost in certain economic conditions, but their volatile nature can also expose investors in money market funds to excessive and unexpected risks. Moreover, the availability of other liquid instruments is limited by German law, which does not allow the purchase of common liquidity vehicles such as repurchase agreements, and it doesn't permit funds to swap non-deutsche mark-denominated paper into DM's.

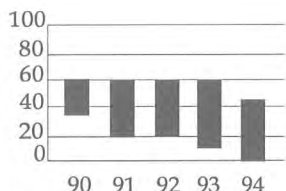
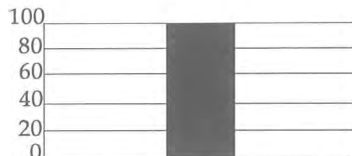
Fuente: Moody's Investors Service. "Global Credit Research: Germany Approves Money Markets Funds". January 1.1995.

Special Comment

Germany Approves Money Market Funds

CUADRO N° 3

American Performance U.S. Treasury Fund

Ratings		Contacts			
Category	Moody's Rating				
Money Market	Aaa				
WAM range (min, and max.)		Asset Composition ¹ (% of Assets)			
		 Repo 1. As of June 30, 1994			
Fund Profile					
	2nd. Qtr. 1994	1993	1992	1991	1990
Total Net Assets (\$ Mil)	149,3	157,2	190,5	100,7	91,3
WAM Range (min, & max. in days)	1-46	10-60	20-60	18-60	35-59
WAM Average (in days)	26	42	52	52	51
Effective Yield (30 days)	3,54%	2,44%	2,62%	4,36%	7,05%
Fund Data					
Advisor:					
Custodian:					
Distributor:					
Incorporated in:					
Shareholder Base:					
Fund's Phone					
Commencement of Operations					
Fiscal Year-End					
Rating Assigned:					
Opinion					

Fuente: Moody's Investors Service. "Global Credit Research: Prototype: Mutual Funds Credit Opinions". November 1994.

1.3.7. Las Agencias de Rating en España.

El rating o calificación ha experimentado un desarrollo espectacular en los últimos años en España, hasta tal punto, que la práctica totalidad de las agencias de calificación internacionales se han establecido en nuestro país.

De tal forma que las principales agencias de calificación, Moody's, Standard & Poor's, e IBCA, tienen representación en España, si bien la forma de operar en nuestro país ofrece algunas diferencias.

Moody's, ha preferido optar por la presencia directa en España. En efecto, Moody's Investors Service tiene abierta una oficina plenamente operativa, en Madrid, desde noviembre de 1.993.

Por su parte, Standard & Poor's actúa, en España, de la mano de IBERATING, empresa española de calificación, cuyo objetivo es evaluar todo tipo de emisiones de renta fija (pagarés, bonos, emisiones subordinadas o convertibles, acciones preferentes, etc) por parte de emisores españoles y también fondos de inversión y operaciones de titulización de activos.

IBERATING²⁸ cuenta con el apoyo de sus accionistas: Standard & Poor's Ratings Group, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Madrid, Bilbao, Valencia, la Compañía Española de Seguros de crédito a la exportación y el Instituto de Crédito Oficial. Standard & Poor's actúa como socio ejecutivo y garantiza que todos los análisis llevados a cabo por IBERATING cumplen las normas y criterios de Standard & Poor's (S&P). Los restantes accionistas de IBERATING son instituciones financieras españolas de primera fila interesadas en promocionar las calificaciones en España; por tanto, no participan en el proceso de análisis ni tienen acceso a la información interna facilitada por los emisores, quedando, así, totalmente garantizada y asegurada la independencia de la agencia de calificación.

Los analistas de IBERATING trabajan conjuntamente con los analistas de Standard & Poor's en todas las calificaciones de emisores españoles, y someten su decisión a un comité formado por analistas de ambas agencias. Las ventajas de este sistema, según

28. Ver "Ratings y Análisis": Ed. Iberating Standard & Poor's. nº1. Junio. 1.993.

IBERATING, son que se aprovecha la experiencia global de Standard & Poor's junto con el conocimiento del mercado que aportan los analistas españoles.

Esta empresa en España ofrece servicios de rating en empresas industriales y servicios, instituciones financieras, Administración Central, Comunidades Autónomas y Ayuntamientos, fondos de inversión y operaciones de titulización.

En Enero de 1.992 se creó IBCA España, con objeto de calificar emisiones a corto y a largo plazo de renta fija de entidades españolas en los mercados nacionales e internacionales. El capital de la empresa es de 100 millones de pesetas del cual IBCA Limited tiene una participación del 87%.²⁹

IBCA España cuenta con un Consejo Promotor en el que se encuentran representantes de los usuarios, de los distribuidores y de los organizadores del mercado de emisiones de renta fija, entre otros, Asociaciones de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO), Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), Instituto Español de Analistas Financieros, Inverseguros, las distintas Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas de Valores Españolas, y MEFF, Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, S.A.

La función principal de este Consejo Promotor, será la de promover dentro del sector financiero, y del mercado de valores, así como dentro de las propias empresas e instituciones que actúan en el mismo, la potenciación e importancia de la calificación de las emisiones. También, es labor del Consejo Promotor el fomentar el uso de los ratings para la toma de decisiones de riesgo y en general, promover la creación de un mercado de calificación en España.

29. Datos e información tomados de documentación pública de IBCA.

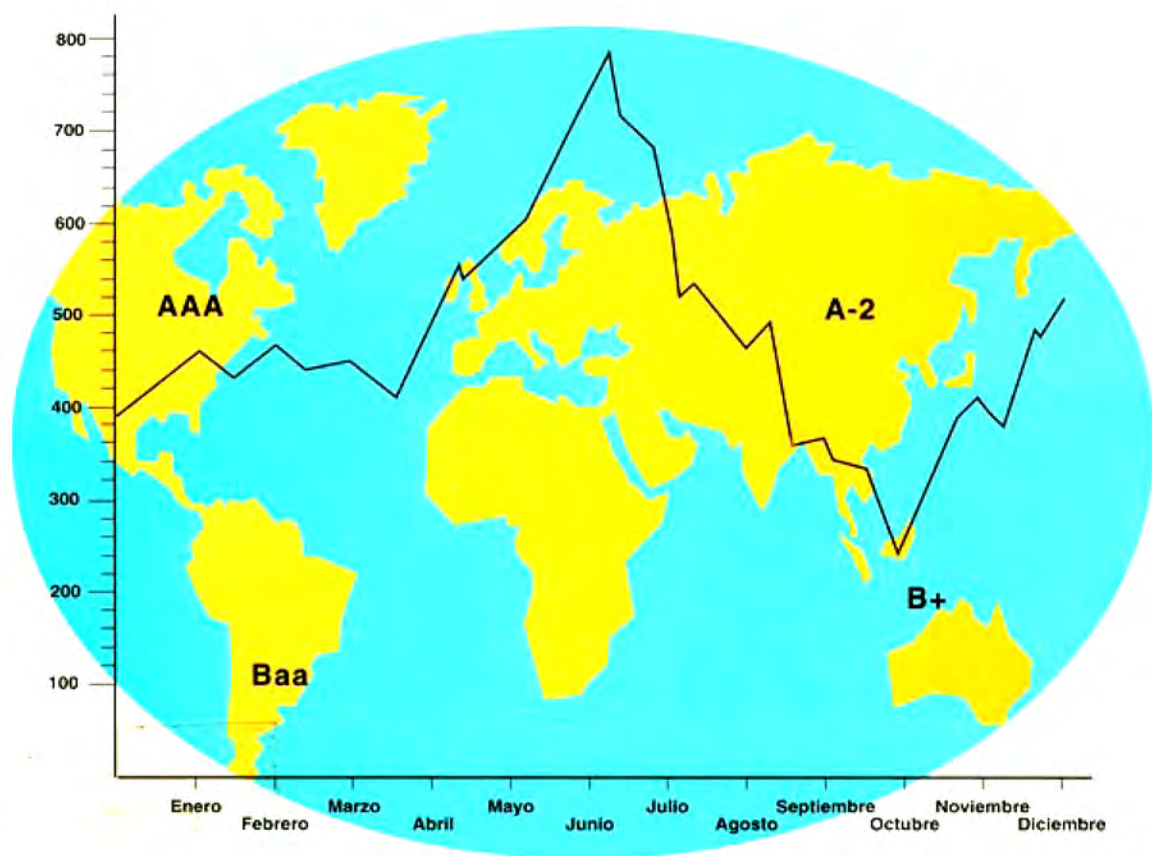
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 2

EL SIGNIFICADO DE LAS CALIFICACIONES

2.1. INTRODUCCION.

En este Capítulo, trataremos de explicar qué es lo que realmente indican una serie de letras, tales como "AAA, BB, C, etc", que referidas a emisores, emisiones, u otros instrumentos financieros son , habitualmente utilizadas por las agencias de calificación para expresar algo.

Asimismo, intentaremos ofrecer un resumen de las calificaciones otorgadas por las principales agencias, en orden creciente de importancia con su significado.

Si bien las calificaciones no constituyen todavía una institución convencional en el mercado de Europa, como lo son en el de Estados Unidos, se está produciendo un proceso de acumulación que alienta a más sociedades a solicitar este tipo de calificaciones.

Hasta hace poco existía una razón primordial por la que las sociedades europeas estaban dispuestas a someterse al proceso de calificación: la emisión de "Commercial Paper" o papel comercial¹ (con cierta similitud a nuestros Pagarés de Empresas) en Estados Unidos, donde, todos los programas de emisión se califican por convención.

-
1. Por "Commercial Paper" podemos entender aquellos pagarés emitidos por empresas de primera fila, conocidas en terminología anglosajona como "blue chips" y gran volumen de operaciones. Históricamente, estas emisiones tuvieron su origen en los Estados Unidos, y siguen representando una fórmula de financiación de las empresas muy importante y a la vez un instrumento para la colocación de ahorros con un buen rendimiento.

Mientras que, las calificaciones son una convención en el mercado norteamericano², en Europa se encuentran en un estado evolutivo intermedio.

Muchas sociedades europeas están optando más por las calificaciones a corto plazo que por las calificaciones a largo, en buena medida, debido a sus necesidades de captación de fondos.

Enfrentados ante la disyuntiva de "**valores mobiliarios sin calificar**" y "**valores mobiliarios calificados**", muchos inversores institucionales y particulares prefieren decantarse por estos últimos por razones de seguridad evidentes.

Las escalas utilizadas por las distintas agencias de calificación van a distinguir, primordialmente, entre deuda de grado de inversión y de grado especulativo, pareciendo, la notación que utilizan, engañosamente similar. No obstante, existen diferencias significativas en la forma en la que operan las agencias.

Así Moody's tiene una escala de calificación de carácter universal, Standard and Poor's, por su parte, no sólo, tiene una escala internacional, sino que, también, tiene escalas nacionales en algunos países, tales como, Suecia, Francia, donde tiene agencias, pudiendo, ocasionalmente, generar algún tipo de contradicción.

En los últimos años las agencias norteamericanas han recibido críticas en Europa por su falta de comprensión de los sistemas contables de los países europeos y por atribuir excesiva importancia al papel de gestor a realizar por el director ejecutivo.

En líneas generales, la escala de calificaciones a largo plazo es mucho más precisa que la escala a corto plazo. Esto tiene un doble efecto, por un lado, pocas compañías reciben una calificación máxima de "AAA", mientras que muchas se calificarán de A1/P1 o de A1+/P1.

No debemos olvidar, que el mayor temor de una compañía que se somete a un proceso de calificación, será, a parte de obtener una calificación poco elevada (lo que le puede ocasionar una "pérdida de prestigio" o de "peso específico en su sector") una volatilidad de su calificación. Sin embargo, una calificación A1/P1, en el corto

2. Convención, que está ampliamente implantada y aceptada.

plazo, puede contribuir a aumentar su capacidad de emisión de deuda a corto plazo sin restringir excesivamente su capacidad para asumir otros riesgos.

Cada una de las agencias de calificación utiliza una nomenclatura distinta, por lo que es imprescindible el conocimiento de "estas claves" que definen lo que debe entenderse por calificación en cada caso.³

Recogemos en los cuadros siguientes las principales tablas de calificaciones de las distintas agencias de calificación y una explicación de las mismas.

Posteriormente, incluimos un cuadro-resumen con la tablas de calificaciones existentes a corto y largo plazo, realizadas por las principales agencias especializadas.

2.2. TABLAS DE CALIFICACIONES.

En las páginas siguientes, iremos desglosando el significado de las calificaciones que emiten las agencias de rating.

Para ello, hemos procedido al análisis del significado de las calificaciones según el tratamiento que les da cada una de las correspondientes agencias de calificación.

Como veremos, en general la filosofía es bastante coincidente, y la práctica totalidad de ellas distinguen según el vencimiento de la deuda a calificar, es decir, si es a corto o largo plazo.

De tal modo, que las principales diferencias, van a ser, fundamentalmente, de carácter terminológico o de forma de denominación de las notaciones.

A continuación, y segmentadas en función de las agencias de rating de que se trate, insertaremos las tablas de calificación más importantes.

3. En "Extract from Corporate Finance". January 1.991. publicado por Moody's Investors Service. Inc. en "Moody's starts with the basics", se señala lo siguiente: "La predictibilidad del "cash flow" y la obligación legal de hacer frente, a tiempo, del pago del principal y los intereses, son el corazón de todas las decisiones de rating. Los símbolos de rating que suelen expresar estas opiniones fueron diseñados para ser una palabra simple y concisa. Ahora bien, detrás de cada una de ellas se encuentra un análisis complejo de la calidad y cualidad del emisor".

2.3. LAS CALIFICACIONES SEGUN IBCA.

En primer lugar, nos ocuparemos de las calificaciones de IBCA, la cual, utiliza dos sistemas de calificación. El primero abarcaría la calificación en el corto y largo plazo (que es asignado tanto a bancos como a corporaciones), y, el segundo, comprendería la calificación legal y la calificación industrial que es asignado sólo a los bancos.

Las calificaciones a corto y largo plazo representan la valoración del riesgo que un banco o corporación pueda mantener con respecto a sus obligaciones no garantizadas de una manera adecuada.

Una calificación otorgada por IBCA sintetiza su visión sobre el funcionamiento y estabilidad financiera de la sociedad calificada, los riesgos de sus operaciones y el grado de apoyo externo.

La calificación a corto plazo se referirá, sobre todo, a la deuda, si tiene un vencimiento de menos de un año; mientras que la calificación a largo plazo se aplicará a obligaciones de mayor plazo.

Para IBCA, en el largo plazo, las categorías desde "BB" son considerados como de carácter especulativo. Además se pueden añadir signos "+" o "-" para indicar una posición relativa dentro de las categorías de rating.

Cuadro nº 1.

I.B.C.A		
D E U D A A L A R G O P L A Z O	AAA	Obligaciones con mínima expectativa de riesgo de inversión.
	AA	Obligaciones con expectativa muy reducida de riesgo de inversión.
	A	Obligaciones con baja expectativa de riesgo de inversión.
	BBB	La capacidad de devolución puntual del principal e intereses es adecuada.
	BB	Obligaciones para las que existe la posibilidad de que evolucione un riesgo de inversión.
	B	Obligaciones para las que existe un riesgo de inversión.
	CCC	Obligaciones para las que existe una percibida posibilidad actual de incumplimiento.
	CC	Obligaciones que son altamente especulativas.
	C	Obligaciones que actualmente se encuentran incumplidas.
C O R T O P L A Z O	A1+	Obligaciones respaldadas por la máxima capacidad de devolución del principal.
	A1	Obligaciones respaldadas por una fuerte capacidad de devolución del principal.
	A2	Obligaciones respaldadas por una capacidad satisfactoria de devolución puntual, aunque esta capacidad es susceptible a cambios adversos.
	A3	Obligaciones respaldadas por una capacidad satisfactoria de devolución puntual. Tal capacidad es más susceptible a cambios que las obligaciones en categorías más elevadas.
	B	Obligaciones cuya capacidad de devolución puntual es susceptible a cambios adversos.
	C	Obligaciones cuya capacidad de devolución puntual es insuficiente.
	D	Obligaciones por las que existe un alto nivel de incumplimiento o que actualmente se encuentran incumplidas.

Se asigna un rating "BB" o menos donde se considera que existan características especulativas. Se pueden añadir "+" o "-" a un rating a largo plazo para indicar una posición relativa dentro de las categorías de rating.

La calificación legal se encarga de analizar la cuestión de si una entidad recibiría el apoyo si atravesara dificultades. Dado el papel clave que los bancos juegan en el sistema financiero, los bancos centrales son vistos como prestamistas potenciales en caso de último recurso. La mayor parte de los préstamos interbancarios se realizan sobre la base de este prestamista como último recurso, y la calificación legal de IBCA desempeña un papel crucial en este proceso.

Por último, la calificación individual, va a intentar responder, según IBCA, a un interrogante especial: Si un banco no fuera totalmente independiente y no pudiera contar con el apoyo de las autoridades gubernamentales, o de sus accionistas, ¿Cómo sería visto?.

En el cuadro siguiente se recoge las categorías de calificación individual de un banco.

Cuadro nº 2.

	I.B.C.A.
A	Balance fuerte, perfil de crédito favorable, serie consistente de resultados.
B	Banco seguro, buen perfil de crédito, sin problemas significativos. Resultados en línea o mejor que la competencia.
C	Perfil de crédito adecuado, con uno o más aspectos problemáticos que hacen crecer el riesgo o con resultados por debajo de la competencia.
D	Resultados malos. Balance con medias bajas, pobre rentabilidad. Capacidad de recuperación, con tiempo.
E	Serios problemas que requieren ayuda externa.

(*) "Ratings": Ed. IBCA. julio. 1.993.

2.4. LAS CALIFICACIONES SEGUN MOODY'S INVESTORS SERVICE.

Las calificaciones de Moody's son, como siempre indica la propia agencia en sus publicaciones, "opiniones, no recomendaciones de compra o venta, y su exactitud no está garantizada. Una calificación es sólo un factor más a tener en cuenta en una decisión de inversión. Es necesario hacer un estudio y valoración del emisor cuyos títulos se está considerando comprar o vender".⁴

Moody's distingue dos grandes apartados, el de los títulos emitidos a largo plazo, y el de aquellos emitidos a corto plazo.

Dentro de los primeros se distinguen, a su vez, valores de inversión (que abarcarían desde Aaa hasta Baa), y valores especulativos (que irían desde Ba hasta C). Moody's aplica modificadores numéricos (1, 2, 3) en cada clasificación genérica de rating, desde Aa hasta B. El modificador 1 indica títulos en la banda superior de cada categoría genérica de calificación; el modificador 2 indica banda media; y el modificador 3 indica emisiones en la banda inferior de cada categoría genérica.

Las calificaciones de Moody's de títulos a corto plazo son opiniones sobre la capacidad de los emisores de devolver puntualmente los compromisos de la deuda emitida a un plazo inferior a un año. Las obligaciones que dependen de mecanismos de soporte (como cartas de crédito) están excluidas mientras no estén explícitamente calificadas.

Moody's emplea las tres siguientes designaciones (Prime-1, Prime-2, Prime-3), todas consideradas con valor de inversión, para indicar la relativa capacidad de pago de los emisores.⁵

Los emisores calificados NP no tienen las características de ninguna de las tres categorías anteriores, Prime-1, Prime-2 y Prime-3.

4. "Las Calificaciones de Moody's". Ed. Moody's Investors Service. 1.994.

5. "Moody's Credit Ratings and Research: Moody's Ratings Definitions". Ed. Moody's Investors Service 1.995, páginas 29 y 30.

Cuadro nº 3.

MOODY'S INVESTORS SERVICE			
D E U D A L A R G O P L A Z O	Aaa	La mejor calidad (Gilt Edge). Tiene elementos de protección.	VALORES DE INVERSION
	Aa	Excelente calidad pero los elementos de protección algo inferiores.	
	A	Adecuada solvencia. Puede haber factores adversos en el futuro.	
	Baa	Ciertos elementos especulativos. Su futuro no es cierto si fallan a lo largo del tiempo ciertos elementos protectores.	
	Ba	Ciertos elementos especulativos. Su futuro no es cierto. Moderada seguridad de pago de intereses y principal.	VALORES ESPECULATIVOS
	B	Seguridad reducida en cuanto al pago de intereses y principal.	
	Caa	Standing inferior. Elementos de peligrosidad.	
	Ca	Muy especulativa. A veces incumplida ("in default").	
	C	Pocas posibilidades de reembolso de principal y/o intereses.	
C O R T O P	P-1	Capacidad de reembolso superior.	VALORES DE INVERSION
	P-2	Capacidad de reembolso fuerte.	
	P-3	Capacidad de reembolso adecuada.	
	N-P	No puede clasificarse en las categorías anteriores.	VALORES ESPECULATIVOS

Se aplica a continuación de los símbolos de rating (desde Aa hasta B) el ordinal 1, 2, 3, para los bonos de empresa (largo plazo).

2.5. LAS CALIFICACIONES SEGUN STANDARD & POOR'S.

Por su parte, Standard & Poor's distingue, también deuda a largo plazo y papel comercial "Commercial Paper". Para Standard & Poor's el rating que se otorga al "Commercial Paper" es una opinión actual de la probabilidad de que se realice puntualmente el pago de una deuda con un vencimiento original no superior a 365 días.⁶

La deuda a largo plazo presenta dos categorías, la de inversión (que abarcaría desde la AAA hasta la BBB), y la de especulación (que iría desde BB hasta C), dado que "D" significaría que el rating de esa deuda se encontraría en impago, también, se aplica en caso de declaración de quiebra, si peligran los pagos del servicio de deuda.

En este sistema de calificación de Standard & Poor's, los "ratings" comprendidos entre las categorías "AA" y "CCC" pueden modificarse mediante la adición de un signo positivo o negativo que indica su posición relativa dentro de las principales categorías de la calificación.

Además, esta agencia de calificación matiza sus "ratings" asociando letras que suponen una indicación.

La letra "c" indica que la opción de compra de un título podrá cancelarse por el titular bajo determinadas condiciones pre-establecidas. La letra "i" indica que el rating es implícito, aplicándose solo a petición de entidades que no poseen emisiones específicas de deuda para calificar. La letra "L" indica que el rating se refiere al principal de obligaciones en la medida en que el depósito de garantía está asegurado federalmente y el interés correspondiente se halla adecuadamente avalado. La letra "p" indica que el rating es provisional. Finalmente, las letras "N.R.", significan que no existe rating.

Por lo que respecta al "Commercial Paper"⁷ se agrupan en varias categorías, que van desde "A-1" hasta "D".

6. Ratings Handbook"; Ed. Standard & Poor's. Julio 1.992.

7. En España estos "Commercial Papers" norteamericanos son similares a nuestros Pagarés de Empresa.

Cuadro nº 4.

STANDARD & POOR'S			
D E U D A	AAA	Optima calidad. Capacidad de reembolso de intereses y principal muy fuerte.	GRADO DE INVERSION
	AA	Alta calidad. Análoga a la anterior con capacidad de reembolso algo inferior.	
	A	Buena calidad. Análoga a las anteriores, puede verse afectada por cambios en las condiciones económicas.	
	BBB	Calidad satisfactoria. Capacidad adecuada de reembolso, que un cambio de circunstancias económicas reducirá probablemente.	
L A R G O P L A Z O	BB	Mayor exposición frente a condiciones financieras o económicas adversas.	GRADO ESPE- CULATIVO
	B	Mayor vulnerabilidad. Condiciones adversas llevarían al incumplimiento del servicio de la deuda.	
	CCC	Vulnerabilidad identificada. Solo circunstancias favorables pueden impedir el incumplimiento.	
	CC	Retrasos en reembolso de interés y principal.	
	C	Formulada solicitud de quiebra pero todavía reembolsa intereses y/o principal.	
	C-I	Emisión con intereses vencidos impagados.	
	D	Emisión declarada incumplida ("in default").	
C O R T O P L A Z O	A-1	Alto grado de solvencia.	PAPEL COMERCIAL (HASTA 360 DIAS).
	A-2	Capacidad de repago fuerte.	
	A-3	Capacidad satisfactoria. Algo vulnerable a cambios.	
	B	Capacidad adecuada de reembolso.	
	C	Capacidad dudosa de reembolso.	
	D	Incumplida ("in default").	

Se aplica a continuación de los símbolos de rating (desde A-1 hasta D) un signo + o - para indicar la posición relativa de un título dentro de una determinada categoría.

2.6. LAS CALIFICACIONES SEGUN FITCH INVESTORS SERVICE.

Para la agencia de calificación Fitch Investors Service se pueden distinguir dos categorías de calificaciones dependiendo de si son a largo plazo o bien a corto plazo.

Cuadro nº 5.

FITCH INVESTORS SERVICE		
D E U D A	AAA	La más alta calidad. Extraordinaria capacidad para pagar intereses y devolver el principal.
	AA	Alta calidad. Fuerte capacidad de pago, pero más vulnerable a cambios adversos.
	A	Buena calidad. Fuerte capacidad para atender la deuda pero mayor vulnerabilidad frente a cambios adversos.
	BBB	Calidad satisfactoria. Adecuada capacidad de pago. Probablemente debilitada por cambios adversos potenciales.
	BB	La capacidad de pago no es fuerte y se verá probablemente afectada a lo largo del tiempo por cambios económicos adversos.
	B	Con escasa protección por la débil capacidad del deudor para hacer frente a los pagos por intereses y principal a su vencimiento.
	CCC	Presentes circunstancias podrían llevar al impago de intereses y/o principal de la deuda.
	CC	Mínima protección. El impago de intereses y/o principal de la deuda parece probable.
	C	El impago ha ocurrido ya o es inminente.
L A R G O		
P L A Z O		
C O R T O	E-1	Grado más alto. Máximo grado de seguridad de atender los pagos a su debido tiempo.
	E-2	Grado muy bueno. Seguridad de pago ligeramente inferior.
	E-3	Buen grado. Satisfactorio grado de certeza de que la deuda sea atendida puntualmente pero inferior margen de seguridad.
	E-4	Pobre graduación. Mínimo grado de seguridad de pago puntual y susceptible de empeorar por condiciones menos favorables.

Los signos + y - se utilizan tras el símbolo del rating desde AAA hasta B (largo plazo) y desde E-1 hasta E-3 (corto plazo) para reflejar la posición relativa de un crédito en la respectiva categoría.

2.7. TABLAS DE CALIFICACIONES. CUADRO-RESUMEN.

En las páginas anteriores hemos analizado las distintas escalas de calificaciones de las agencias de calificación. A continuación procedemos a recoger, en un cuadro-resumen, la globalidad de las calificaciones de las agencias intentando, con carácter orientativo y sin que sea una identificación total, presentar las posibles equivalencias, entre unas y otras, tanto en el corto como en el largo plazo.

Cuadro nº 6.
Calificaciones de deuda a largo plazo

S&P	Moody's	Duff & Phelps	Fitch	IBCA	Comentarios
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Bonos de la mejor calidad. La capacidad de pago de interés y de devolución del principal es enormemente alta.
AA	Aa	AA	AA	AA	Capacidad muy fuerte para pagar intereses y devolver el principal. Puede que los márgenes no sean tan grandes como en los bonos de la mejor calidad.
A	A	A	A	A	Fuerte capacidad de pagar interés y devolver el principal. Los factores de protección se considerarán adecuados pero pueden ser susceptibles de empeorar en el futuro.
BBB	Baa	BBB	BBB	BBB	La protección de los pagos del interés y del principal puede ser moderada, la capacidad de pago se considera adecuada. Las condiciones de negocios adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer los pagos del interés y del capital.
BB	Ba	BB	BB	BB	Grado especulativo. No se puede considerar que el futuro esté asegurado. La protección del pago del interés y del principal es muy moderada.
B	B	B	B	B	La garantía de los pagos del interés o del principal puede ser pequeña. Altamente vulnerables a las condiciones adversas en los negocios.
CCC	Caa	CCC	CCC	CCC	Vulnerabilidad identificada al incumplimiento. Continuidad de pagos dependiente de que las condiciones financieras, económicas y de los negocios sean favorables. D & P incumplimiento probable.
CC	Ca		CC	CC	Altamente especulativos. Según Moody's incumplen con frecuencia. S&P normalmente se asignarán a deuda subordinada del emisor con calificación de deuda superior. Fitch les asigna un probable incumplimiento.
D			C, DDD, DD, D	C	Incumplimiento, actual o inminente. DDD representa la más alta recuperación potencial.

*Modificadores

+1 +++ Extremo superior de la categoría de clasificación.

2 Escala media de la categoría de clasificación.

-3 --- Extremo inferior de la categoría de clasificación.

* Aplicado por S&P en la escala AA a CCC. Aplicado por Moody's en la escala Aa a B. Aplicado por D&P en la escala AA a B. Aplicado por Fitch en la escala AA a C. Aplicado por IBCA en la escala AA a B.

Cuadro n° 7.

Calificaciones de deuda a corto plazo / Papel Comercial

S&P	Moody's	Duff & Phelps	Fitch	IBCA	Comentarios
A-1+		Duff 1+	F-1+	A1+	Extraordinaria capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-1	P-1	Duff 1	F-1	A1	Capacidad superior o muy fuerte para pagar en el tiempo debido.
		Duff 1-			Alta capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-2	P-2	Duff 2	F-2	A2	Fuerte capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-3	P-3	Duff 3	F-3		Capacidad satisfactoria para pagar en el tiempo debido.
B, C	No de primera.			B1, B2, C1.	Grados especulativos. La capacidad para pagar en el tiempo debido podría ser susceptible de sufrir cambios negativos en las condiciones comerciales. Incumplimiento.

Fuente: Standard & Poor's "Commercial Paper Ratings Guide, Moody's Investors Guide, Moody's Bond Record, Duff and Phelps Short Term Ratings and Research Guide, Fitch's Fitch's Ratings, IBCA's Rating Reviews y Merrill Lynch.

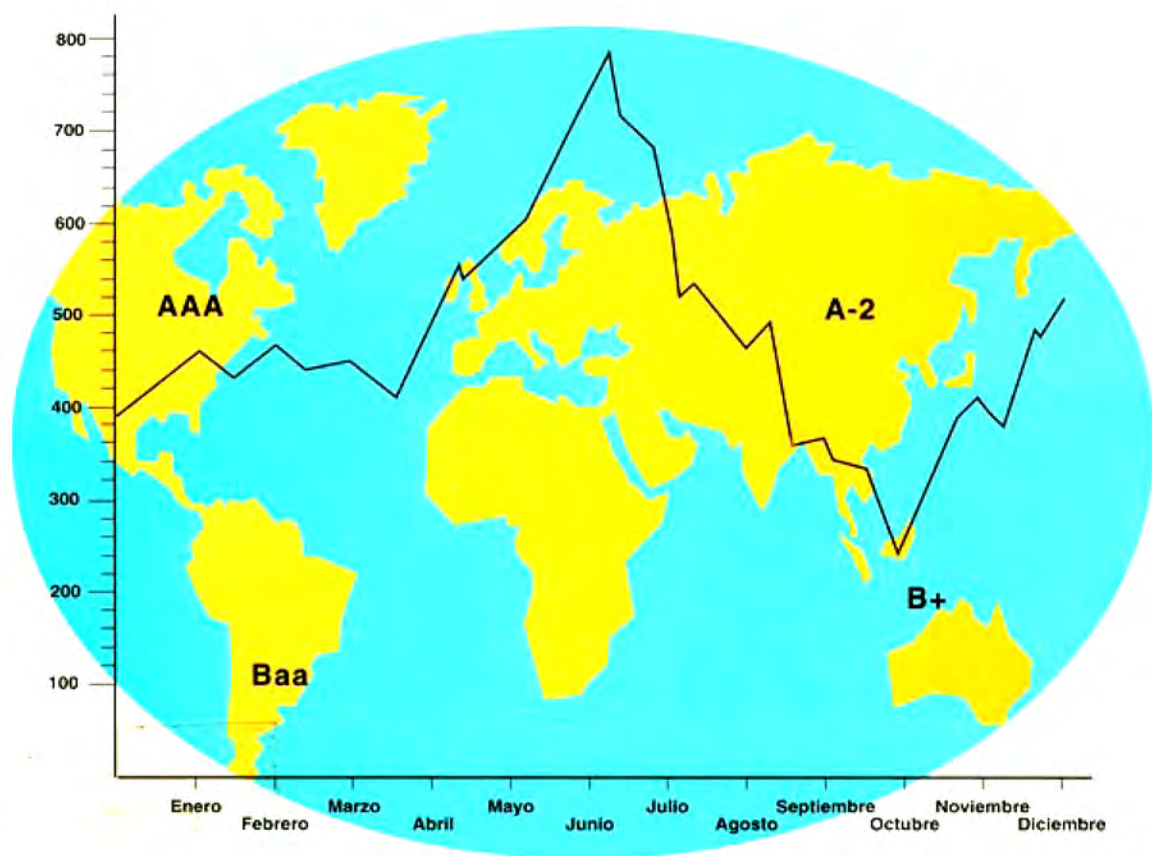
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 3

ELEMENTOS BASICOS EN LA ELABORACION DE UNA CALIFICACION

3.1. INTRODUCCION.

Tal vez, uno de los aspectos que presenta más dudas al que se acerca por vez primera al mundo de la calificación sea los elementos o aspectos genéricos que son tomados en cuenta por las agencias independientes de rating para obtener sus calificaciones.

Si bien, cada agencia usa sus propios elementos orientadores, que serán analizados más adelante, podemos resaltar algunos, que en nuestra opinión, pueden ser comunes para todos ellos.

Los "elementos básicos" que posibilitan, debidamente evaluados por las agencias especializadas, la elaboración definitiva de una calificación, son los siguientes:¹

- Equipo de Gestión o "Management".
- Posición de Mercado.
- Posición Financiera.
- Plan de Actividades.

1. Como ya apuntábamos en López Pascual, J. "Consideraciones Generales sobre el Rating". "Actualidad Financiera. n. 35 de 20 de Septiembre de 1.991.: "Parece claro, por tanto, que en todo proceso de elaboración de un rating es preciso tener en cuenta una serie de elementos principales que debidamente evaluados por compañías especializadas nos ofrecen unos resultados que permiten definir el rating de una determinada institución. Estos elementos, de una forma esquemática, son los siguientes:....."

Algunos autores opinan² que a los elementos anteriormente citados, sería conveniente añadir otro elemento conocido como "nivel y estabilidad de los beneficios de ejercicios anteriores ("Track record") .

A nuestro juicio el nivel y estabilidad de los beneficios de ejercicios anteriores es, por supuesto, un aspecto a tener en cuenta de forma primordial en la elaboración de un rating. Ahora bien, estimamos que no merece un carácter autónomo y que puede ser perfectamente subsumible dentro del elemento que hemos venido en llamar "posición financiera".

Se pueden incluir tantos elementos básicos como opiniones fundadas pueda haber al respecto, ahora bien, en nuestra opinión los elementos que constituyen los pilares fundamentales para una calificación bien adecuada y veraz deberían girar en torno a aquellos de los que nos ocuparemos en breves momentos.

Una matización previa, estos elementos suponen una forma de agrupar los puntos esenciales en la evaluación de la calificación de los prestatarios o , solicitantes de una calificación, en general, con lo que, obviamente el desarrollo de los mismos nos llevará a remitirnos a aspectos explicados en apartados y páginas anteriores.

3.2. EL EQUIPO DE GESTION.

El elemento central del proceso es, sin duda alguna, la sociedad y su equipo de gestión³, gestión, que, se espera sea prudente y competente.

Los analistas financieros a la hora de valorar el equipo de gestión parten de la historia de la compañía, su situación actual y sus perspectivas futuras, analizando, igualmente, la trayectoria personal de cada uno de los componentes del equipo de gestión.

3.3. LA POSICION DE MERCADO.

La posición de mercado será otro elemento determinante a la hora de otorgar una calificación a una compañía solicitante.

2. Documentación facilitada en el "Curso de Financiación Internacional". (abril 1.988) impartido por Analistas Financieros Internacionales.

3. Este elemento que aborda el análisis de la sociedad y su gestión recibe en los Manuales y en el sector especializado el término de "MANAGEMENT".

Para darnos una idea próxima a lo que entendemos por posición de mercado deberemos descomponer a aquélla en varias partidas:

- Dimensión y edad de la Compañía.
- Cuota de mercado.
- Extensión de sus líneas de productos.
- Tendencias fundamentales en los sectores en los que opera.

3.4. LA POSICION FINANCIERA.

La posición financiera⁴ deberá tenerse muy en cuenta para la elaboración de la calificación, entendiéndose por tal la que tenga en cuenta, en otros factores:

- La liquidez actual y el acceso a las fuentes de financiación, tanto en el mercado doméstico como en el internacional.⁵
- Volumen de endeudamiento total en la actualidad.
- Vencimientos de su estructura financiera en relación a su estructura de inversiones.
- Todos los acuerdos que puedan existir con carácter restrictivo en su capacidad de endeudamiento siempre que pudiera afectar a los intereses de futuros inversores.

3.5. EL PLAN DE ACTIVIDADES.

El plan de actividades, documento de vital importancia, que tiene por finalidad comprobar la adecuación de las políticas del grupo de gestión y juzgar su consistencia con respecto al tipo de mercado o mercados en los que opera y su posición financiera.

Cada compañía es tratada individualmente y el análisis debe ser modificado para adecuarse a cada circunstancia concreta.

4. Esta posición financiera queda pormenorizada en los Capítulos siguientes dedicados al "PROCESO DE OBTENCION DEL RATING", y a la "PRESENTACION DE LA DOCUMENTACION POR LOS PRESTATARIOS ANTE LAS AGENCIAS DE CALIFICACION".

5. El acceso a fuentes de financiación, tanto en el mercado doméstico como en el internacional, es muy valorada por las agencias de calificación. Estas agencias valoran muy especialmente, en el caso de las entidades no residentes, su facilidad de acceso o no a la obtención de financiación denominada en dólares.

Finalmente, podríamos incluir como un último elemento muy a tener en cuenta por las agencias de calificación, aquel que tuviera en cuenta las características de especificidad y particularidad del solicitante o prestatario.

Como comentábamos al principio de este Capítulo cada una de las agencias de calificación va a seguir sus propios elementos para sus "ratings".

Standard & Poor's considera que el análisis del riesgo crediticio se debe basar en una evaluación minuciosa de los aspectos tanto cuantitativos como cualitativos de la entidad emisora.⁶

Estos análisis contemplan no sólo la evaluación aislada del emisor, sino también su posición competitiva en los mercados, adaptándose a cada emisor en función de sus sectores de actividad. Las principales áreas de análisis, para esta agencia son, el riesgo sectorial y entorno económico; la posición del emisor; la solidez financiera; la estructura accionarial; el apoyo público y, las características de la emisión.

El riesgo sectorial y el entorno competitivo evalúan aspectos como la oferta y demanda en el sector y su vulnerabilidad con respecto a cambios en la economía o en el marco regulador en todos los mercados relevantes.

La posición del emisor analiza fundamentalmente, su posición competitiva en el mercado, las expectativas futuras, la orientación estratégica y la flexibilidad ante un cambio en el entorno y ante cambios de carácter cíclico.

La solidez financiera comprende un estudio en profundidad de los estados financieros y contables del emisor. Se analizan en detalle la rentabilidad y la generación de fondos, la solidez del balance, las proyecciones de futuro y la flexibilidad financiera.

La estructura accionarial constituye otro elemento importante, estudiándose, también, la política de distribución de beneficios y contribuciones al capital.

6. IBERATING. Standard & Poor's: "Ratings y analisis, Iberating(Standard & Poor's). ¿Cómo se hace un Rating?. Junio 1.993, página 11.

El apoyo directo o indirecto del sector público puede ser un factor importante para la calidad crediticia de un emisor.

Las características de la emisión (aspectos jurídicos, garantías, etc) es estudiada para entender sus características particulares que permitirán asignar una calificación a la emisión específica.

Por su parte Moody's Investors Service⁷ considera que hay elementos comunes en el análisis de cualquier instrumento.

Para Moody's Investors Service las calificaciones deben estar orientadas al futuro, ya que, evalúan la capacidad y compromiso jurídico de un emisor de efectuar aquellos pagos de capital e intereses de una emisión de deuda en los plazos previstos en las condiciones de emisión.

El énfasis en el riesgo dado que el inversor en renta fija no se beneficia de los futuros incrementos de los beneficios de un emisor; la perspectiva global que otorga una agencia como Moody's, independiente y que califica un abanico muy amplio de emisiones y emisores, es otro aspecto a valorar.

Y, finalmente, la evaluación de factores fundamentales que afectan a la calidad del crédito del emisor, que, aunque sean factores específicos a cada situación, todos tienen un mismo objetivo: estimar la capacidad del emisor de generar liquidez durante la vida del instrumento.

Esta capacidad de generar liquidez de una empresa está en función de muchas variables complejas e interdependientes, pero los factores centrales del análisis de Moody's se pueden clasificar en amplias categorías:

—Riesgos soberanos. Asociados con el país en que la compañía esta domiciliada.

—Riesgo de la industria. Aquellos riesgos y oportunidades que existen en la industria del emisor.

—Riesgos de la compañía. Aquellos que incluyen calidad y estrategia de la dirección, posición operativa y financiera, y prácticas contables.

7. Moody's Investors Service: "Las Calificaciones de Moody's. El análisis de calificación".1.994. páginas 4 y 5.

—Cuestiones legales. Referidas al impacto que la estructura de la organización o de la emisión calificada pueden tener en la calidad del crédito.

—Ratios Financieros. Diseñados y empleados por Moody's como parte de su análisis.

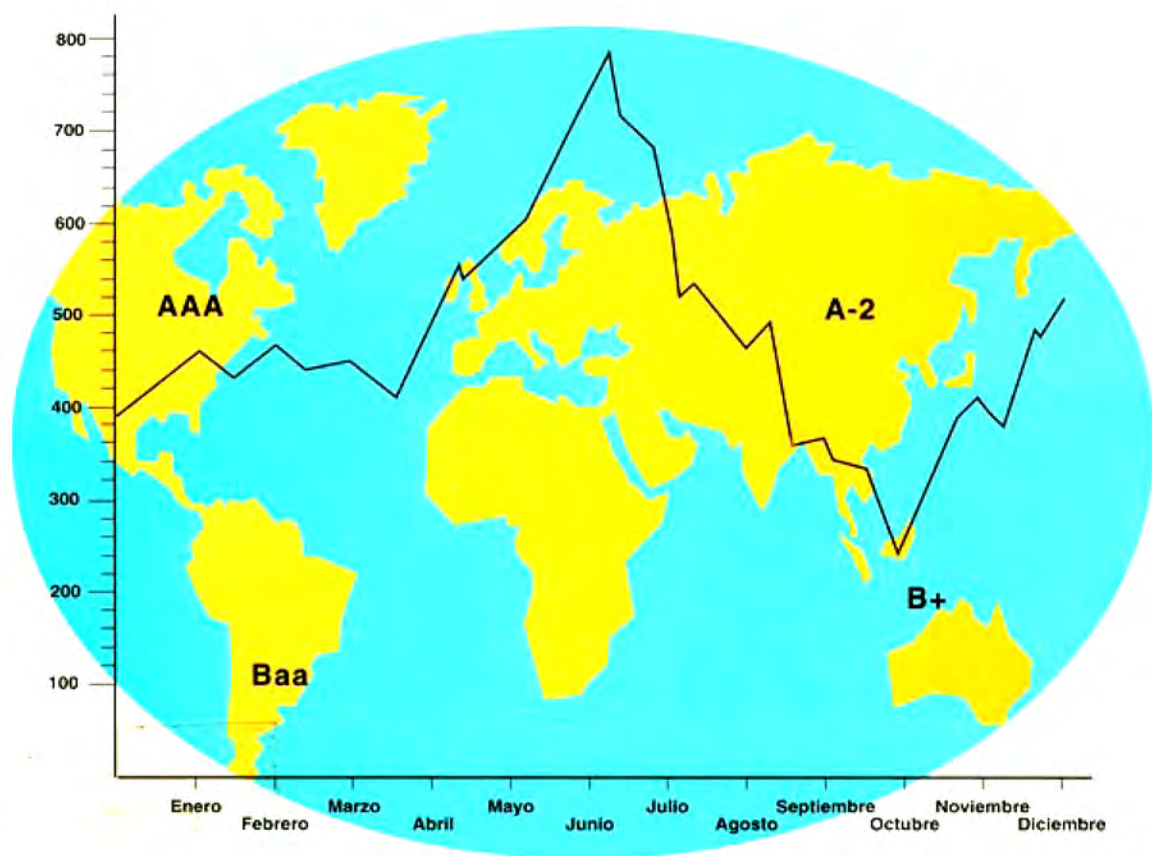
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 4

EL PROCESO DE OBTENCION DEL RATING

4.1. INTRODUCCION.

La obtención de la calificación va a ser el resultado de un complejo, laborioso y largo proceso.

El proceso de obtención del rating, del que nos ocuparemos más detalladamente a continuación, preocupa normalmente a los emisores de bonos internacionales debido a razones de confidencialidad e inseguridad sobre la posible no obtención de una calificación de primera calidad.

Las agencias de calificación son conscientes de estas preocupaciones y, por ello, sus procedimientos permiten a los prestatarios interrumpir el proceso en algunos momentos, sin que, así, se produzca un impacto adverso en su reputación o prestigio.¹

Estos momentos en los que el proceso de obtención de la calificación puede ser detenido son los siguientes:²

—Sondeo-Opinión Inicial.

Es posible obtener de las agencias de rating una opinión inicial relativa a la posible calificación del emisor. Esta opinión está

-
1. Consultar. Fisher III. F.G., The Eurodollar Bond Market. Editorial Euromoney. Londres. páginas 60 y 61.: "Appendix A.-Obtaining a rating".
 2. Ver López Pascual, Joaquín. "Consideraciones generales sobre el Rating",. Revista Actualidad Financiera 29 Septiembre. 1.991. F-626, F-627 y siguientes.

basada en información a disposición del público en general y la revisión de la misma puede quedar completada en, tan sólo, unos pocos días.

Normalmente, este servicio se presta por las agencias sin cargo alguno o siendo éste muy reducido, quedando el prestatario a la vista de este sondeo inicial, en disposición de continuar con el proceso de la calificación o no, según coincidan estas opiniones con las expectativas del prestatario.

—Informe Previo. ("Preliminary Comments").

En el caso de que el prestatario decida seguir adelante en el proceso de obtención de la calificación y haga una solicitud formal, las agencias le harán llegar sus "Preliminary Comments". De nuevo, si este informe previo no es satisfactorio, el prestatario puede optar por parar/abandonar el proceso antes de que se conceda formalmente la calificación.

—Aceptación o rechazo de la calificación.

Una vez concluido el proceso de obtención de la calificación, el prestatario puede aceptar o rehusar esta calificación. El rechazo de la calificación supone que no se hará público y, que, permanecerá como información confidencial en poder de la agencia de calificación, sin proceder, en ningún caso, a la difusión de la misma.

4.2. FASES DEL PROCESO.

Como norma general, y siempre que se desee solicitar una calificación por un emisor, prestatario, organismo supranacional, o cualquier otra clase de solicitante, será preciso desarrollar una serie de pasos o fases, que detallaremos a continuación.

Conviene señalar que, previamente, a todo ello, y para que se ponga en marcha el proceso de calificación, es preciso, que el emisor o prestatario tenga la necesidad de contar con una calificación financiera.

Para lo cual, tendrá que desarrollar una serie de pasos a dar, que en líneas generales, van a estar orientados hacia un claro objetivo, el de facilitar la obtención de la calificación, tanto desde la perspectiva del solicitante como desde la de la agencia calificadora.

Estos pasos son los siguientes:

1. Selección de un asesor financiero.

Sin duda, la selección de un Asesor Financiero ("Financial Advisor") es una práctica habitual para los prestatarios internacionales.

Contratar un banco de negocios americano, "Merchant Bank",³ como asesor financiero, antes de contactar con las agencias de calificación, es el camino más idóneo para prepararse para la obtención de una calificación.

La práctica, frecuencia, y conocimientos de los mercados internacionales, serán determinantes para que un solicitante opte por elegir a un banco de negocios u otro.

La documentación que se presentará ante estas agencias se referirá básicamente, a aquellos aspectos demandados habitualmente por ellas cuando evalúan créditos domésticos americanos o a otros prestatarios internacionales.

2. Selección de una financiación real o hipotética.

Las agencias califican emisiones individuales y no emisores "per se", es decir, generalmente para obtener una calificación es preciso haber lanzado una emisión al mercado.

En ocasiones, es posible que los planes para una emisión puedan ser utilizados para la obtención del rating solicitado por un potencial prestatario.

Así, se dice que, a falta de una emisión actual, sin embargo, una hipotética emisión puede ser la que mejor sirva de ejemplo de algunos aspectos (tales como, cantidad, vencimiento, etc) de una posible emisión futura.⁴

3. Por "Merchant Bank" se viene entendiendo, tradicionalmente, la banca especializada en operaciones de adquisición, venta, toma de participaciones, actividades de banco agente y, de lo que se ha venido en llamar "ingeniería financiera" para proyectos concretos o de financiación global de empresas.

4. Consultar. Fisher III.F.G., The Eurodollar Bond Market. Editorial Euromoney. Londres. páginas 60 y 61.: "Appendix A.-Obtaining a rating". Ver cita 26.

3. Elección de una agencia de calificación.

Las agencias tradicionales, Standard and Poor's y Moody's ya estudiadas en capítulos anteriores, se elegirán como agencias de calificación.

Si una y no la otra es elegida, el mercado asume que la agencia no elegida dará, con toda probabilidad, una calificación más baja que será, finalmente, rechazada.

4. Preparación de la documentación a presentar.

En esta fase el prestatario, junto con su asesor financiero, elaboran la documentación que será facilitada a la agencia de calificación.

Dicha presentación incluirá una información detallada sobre el entorno habitual y posición financiera ("financial position") así como unos estados financieros previstos ("projected financial statements"), una descripción de los valores a ser calificados y un estudio estadístico comparativo con prestatarios ya calificados.

En el caso de que el prestatario a calificar sea un país soberano, la información a facilitar deberá incluir detalles sobre las actividades económicas nacionales e internacionales y sus perspectivas.

En este proceso de preparación de documentación suelen participar⁵ diferentes departamentos de la estructura organizativa de la entidad prestataria cuyos ámbitos de competencia puedan ser objeto de análisis de la agencia de calificación, tales como, departamentos de Planificación y Control, Estudios, Contabilidad, Tesorería, Extranjero, Asesoría Jurídica, etc.

5. Presentación oficial a la agencia calificadora.

Una vez preparada la documentación, el siguiente paso es su presentación oficial a la agencia. Esta presentación es de vital importancia y ha de recoger los aspectos esenciales de la entidad solicitante.

La documentación deberá contener una información detallada, sobre diversos aspectos, entre otros, una introducción sobre los

5. Consultar el Capítulo 5 "DOCUMENTACION A PRESENTAR ANTE LAS AGENCIAS DE CALIFICACION".

motivos para solicitar la calificación, una breve descripción histórica de la entidad (orígenes, la historia de sus últimos cinco o diez años) su organización y estrategia y estructura direccional, su contabilidad, estados financieros, la situación del emisor dentro del sistema financiero nacional o internacional y régimen legal aplicable, etc.⁶

Igualmente, se hará referencia a sus actividades financieras, posición de mercado, competitividad, entorno, estrategia general de financiación, políticas y estrategias de crédito, así como una descripción de los valores mobiliarios que sean objeto de pormenorizada calificación, etc.

A la vista de toda esta información la agencia facilitan un informe o indicación preliminar conocido como Informe Preliminar ("Preliminary Comments"), en el que se expone sucintamente su reacción ante esta presentación.

Las agencias con el propósito de acercarse lo más posible a la realidad de la entidad solicitante de una calificación (no olvidemos que en la práctica los evaluados son más los prestatarios que los empréstitos por éstos emitidos)⁷ suelen enviar representantes para conocer "in situ" la entidad y entrevistarse con sus principales directivos o responsables pudiendo evaluar más directamente la situación de la entidad así, como la formación, experiencia de gestión y organizativa del personal directivo.⁸

Esta visita, que técnicamente responde a la presentación oficial de la documentación, servirá igualmente para la aclaración de las dudas que la agencia tuviera o hubiese detectado en la documentación recibida.

6. Raimbourg Philippe. "Les Agences de Rating". Ed. Economica. Collection Gestion. Paris. 1.990. Chapitre III. Section 2. "Les procédures de notation".

7. L.Costa Ran., M.Font. "Nuevos Instrumentos Financieros Para el Empresario Europeo". Esic. Editorial; 1ª Edición, página 35.

En este sentido es necesario recordar que un mismo emisor puede tener un rating distinto en cuanto que tenga diferentes emisiones en el mercado y a vencimientos diferentes.

Ver, igualmente, L.Costa Ran., M.Font. "Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial". Esic. Editorial; 2ª Edición, páginas 71 a 75.

8. Ver López Pascual, Joaquín. "Consideraciones generales sobre el Rating", Revista Actualidad Financiera 29 Septiembre. 1.991. F-626, F-627 y siguientes.

Ahora bien, puede ocurrir, también, que esta visita se realice para presenciar la presentación oficial por parte de la entidad financiera a las agencias de calificación.⁹

6. Elaboración de una calificación definitiva.

Si los Informes Preliminares son aceptados por el prestatario, éste puede solicitar una "calificación final". Se procede entonces, por parte de la agencia, a un análisis en profundidad de la documentación facilitada previamente, recavándose por la agencia un mayor número de datos, clasificación de algunos apartados concretos y en general se solicita de las entidades la información complementaria.

7. La obtención de la calificación.

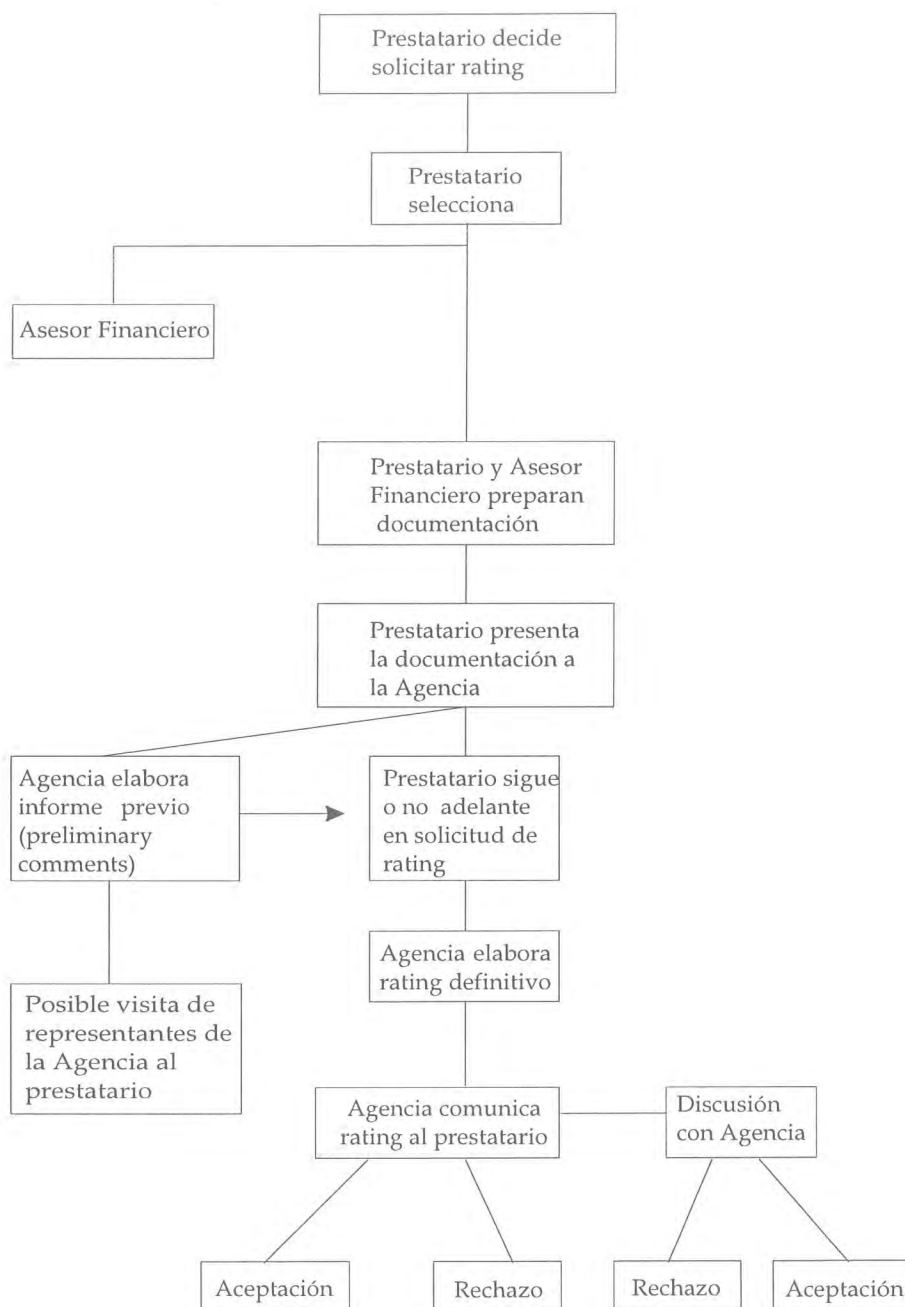
La última fase del proceso tiene lugar, cuando tanto al prestatario como a su asesor financiero se les notifica la calificación o rating obtenido.

Si esta calificación es aceptada no se emprende ninguna acción más. Si por el contrario la calificación no es del todo satisfactoria en opinión del prestatario, éste puede rechazarla o discutir la calificación obtenida. En casos de que pese al diálogo entre el prestatario y la agencia no se lograra un acuerdo siempre queda la alternativa de optar por el rechazo de la calificación.

La duración de este proceso va a ser, en principio, imposible de determinar, puesto que, dependerá de la complejidad del emisor, prestatario, o emisión que se desee calificar, no obstante, podemos indicar que el promedio de tiempo empleado por las agencias especializadas de calificación en otorgar un rating suele oscilar entre uno y dos meses.

A continuación reproducimos un esquema temporal en el que se recogen las fases de este proceso.

9. Este es el caso de nuestro ejemplo de calificación de riesgo que estudiaremos en el capítulo siguiente.

Esquema temporal:

Fuente: Elaboración Propia

4.3. EL PROCESO SEGÚN LA AGENCIA MOODY'S.

4.3.1. Introducción

Por su interés, reproducimos la descripción que de un proceso de obtención de rating según lo expone una de las más prestigiosas agencias calificadoras del mundo, Moody's Investors Service Inc., en su publicación, "Moody's starts with the basics".¹⁰

"El objetivo de un proceso de calificación es evaluar la capacidad del emisor para generar liquidez tanto en buenos como en malos momentos y su buena disposición para lograr que esa liquidez sirva para cumplir las obligaciones contraídas con sus prestamistas."

4.3.2. El proceso, según Moody's Investors Service.

"... El proceso, habitualmente, se inicia cuando un emisor ("issuer") solicita una reunión "informal" con una agencia de calificación. Este encuentro introductorio se entiende como un deseo de que el emisor comprenda que la agencia de rating se aproxime a un análisis y a los procedimientos, y hacerse una idea de las áreas que serán importantes para el desarrollo y conocimiento del emisor..."

Si el emisor decide proseguir con una petición formal para solicitar una calificación, Moody's asigna un especialista del sector a que pertenezca el emisor a calificar.

Si el emisor decide proseguir con una petición formal para solicitar una calificación, Moody's asigna un especialista del sector a que pertenezca el emisor a calificar.

El proceso de calificación, no es una auditoría, sino, que se centra en los datos principales del emisor o emisión a calificar. Trabajando con el equipo de gestión, el analista, que es un especialista en el sector al que pertenece el emisor a calificar, fija una agenda para los encuentros a mantener.

En la mayor parte de los casos, Moody's presta atención a los cinco últimos años de la empresa y a sus proyecciones financieras.

Una vez analizados los datos Moody's fija un encuentro formal con el equipo de gestión en la sede del prestatario.

10. "Moody's starts with the basics". Extract from Corporate Finance. January 1991. Moody's Investors Service Limited.

Normalmente, el encuentro tiene lugar de cuatro a seis meses después de que la calificación ha sido solicitado formalmente.

El encuentro, a menudo, dura dos o tres días.

Es útil que la agencia , una semana antes del encuentro, reciba información financiera suficiente.

" La estructura de un encuentro varía un poco, dependiendo de si la calificación solicitado es para el corto plazo o el largo. Muchos encuentros seguirán la siguiente estructura:

- *Estrategia Corporativa y su filosofía.

- *Posición de mercado. (teniendo en cuenta el área de negocio).

- *Gestión Financiera.

Generalmente, Moody's dedica algún tiempo a entrevistarse con los "senior representatives" de la sociedad y con el equipo de gestión y finanzas. Asimismo, un breve encuentro con el Consejero Delegado de la sociedad es , también, deseable.....".

Habitualmente, lleva de cuatro a seis semanas después del encuentro alcanzar una conclusión sobre el rating definitivo. Las decisiones son adoptadas por un "Comité de rating", Comité que varía en cuanto a su número de miembros y tiempo tomado para deliberar sobre el rating a asignar, dependiendo, lógicamente, de la complejidad del emisor o emisión.

Este Comité incluirá al jefe de análisis, otros especialistas del sector, y al "senior staff" con amplia experiencia en el tema.

" Una vez que el Comité ha adoptado su decisión el resultado es comunicado al emisor. Antes de hacer público el rating, Moody's revisa toda la documentación legal referente a los instrumentos de deuda a ser calificados...".

Después de asignar y hacer pública una calificación, Moody's sigue observando la situación financiera del emisor. El punto clave de este proceso de vigilancia es la aportación constante de información, como informes anuales y otros datos por parte del emisor. Moody's mantiene un expreso y constante contacto con el emisor, en persona y por teléfono, actualizando la información acerca del

sector de actividad y del conjunto de la economía utilizando fuentes de información muy diversas.¹¹

Recogemos, finalmente, un calendario normal para asignar un rating, según la agencia Moody's Investors Service. Inc.

Ejemplo de calendario de un proceso de calificación habitual según Moody's.

	Días									
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Decisión de invertir en el mercado.										
Petición individual a la agencia de calificación.										
Presentación de documentación a la agencia.	—									
Calendario de reuniones.		—								
Preparación de la información financiera.	—									
Presentación de datos.					—					
Encuentro con las agencias.						—				
Decisión sobre la calificación comunicada al emisor.								—		
Revisión de la documentación.									—	
Anuncio público de la calificación asignada.										—

Fuente: Moody's Investors Service.

11. Las Calificaciones de Moody's". Moody's Investors Service. 1.994.

4.4. EL PROCESO SEGUN LA AGENCIA STANDARD & POOR'S.

La agencia Standard & Poor's tiene sus propios criterios para calificar, y diseñar su proceso de calificación.¹²

El proceso comienza, como siempre, con la solicitud del mismo por el interesado.

A continuación, con excepción de los ratings cualificados, Standard & Poor's organiza un equipo de analistas con la experiencia adecuada, a cuya cabeza se encuentra un analista responsable de la dirección del proceso de rating. Los analistas revisan toda la información pertinente.

En una fase posterior, si procede, la agencia se reúne con la dirección de la entidad emisora, con el fin de revisar al detalle los planes financieros y operativos clave de la compañía, así como las políticas de gestión y factores que puedan repercutir en el rating. Esta reunión ayuda a los analistas a desarrollar la evaluación cualitativa, tan importante para la decisión sobre el rating.

Después de esta revisión y conversaciones, el analista principal hace una recomendación, y se reúne el Comité de ratings. En esta reunión, el Comité, trata de dicha recomendación y de los hechos pertinentes que dan soporte al rating. Finalmente, el Comité emite su voto sobre la recomendación.

Posteriormente, se notifica el rating al emisor, así como las principales consideraciones que lo soportan. Un emisor puede apelar un rating, con anterioridad a su publicación. En el caso de que el emisor presente información nueva o significativa adicional, ésta será considerada por el Comité de rating. Sin embargo, la agencia no garantiza que esta nueva información modifique la decisión de dicho Comité.

Conocido el rating, se dará a conocer a través de los medios de comunicación, salvo en ratings en que el emisor tenga derechos de publicación.

Todos los ratings públicos se controlan de forma constante por parte de especialistas asignados para cubrir un grupo de entidades,

12. Ratings y Análisis: El Papel de S&P en los Mercados de Capitales." Editado por Standard & Poor's. Diciembre 1.994. páginas 61 a 65.

o una región geográfica específica en el caso de emisores gubernamentales.

Standard & Poor's reconoce la posibilidad de que los resultados futuros difieran de las expectativas actuales. La perspectiva de rating y la Lista de Vigilancia (Credit Watch) contemplan esta posibilidad al centrarse en los escenarios que pudieran tener como resultado un cambio en el rating.

Las emisiones aparecen en la Lista de Vigilancia (Credit Watch) cuando se produce o se espera un acontecimiento o desviación respecto de una tendencia anticipada,; tal es el caso de las fusiones, recapitalización o acontecimientos operativos imprevistos donde se precisa información adicional para tomar una decisión respecto a un rating.

La inclusión en la Lista no significa que el cambio de rating sea inevitable. Tampoco, según reconoce Standard & Poor's¹³, pretende la Lista de vigilancia incluir todas las emisiones en revisión. Por tanto, los cambios en los "ratings" pueden producirse sin que las emisiones aparezcan en la Lista. Las emisiones son retiradas de la Lista, una vez que, se ha tomado la decisión de cambio o mantenimiento del rating.

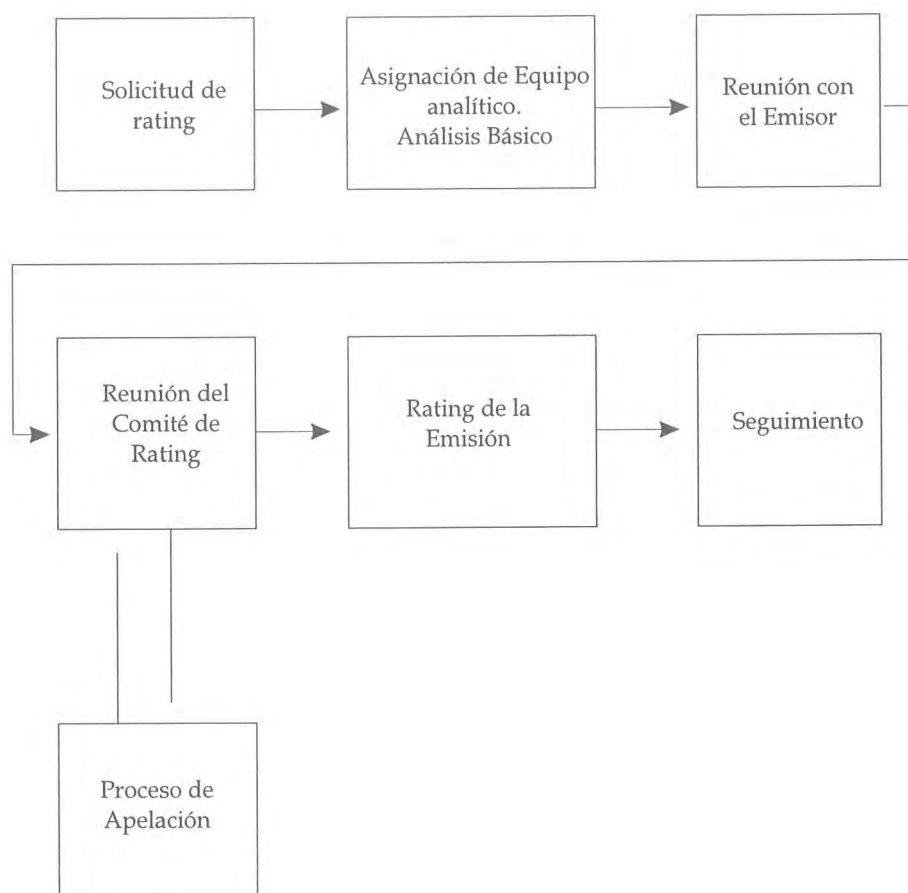
Por lo general, la agencia de calificación lleva a cabo una revisión formal y escrita del rating de emisores corporativos y gubernativos de gran tamaño, al menos una vez al año. También es práctica común la organización de reuniones de revisión de forma anual, incluso cuando no se produce emisión de nuevas obligaciones. Estas reuniones permiten a los analistas estar al corriente sobre cómo la dirección percibe los acontecimientos, así como tratar de las áreas potenciales de problemas, y tener información sobre los cambios de planes de la compañía.

Como resultado del proceso de seguimiento, a veces está claro que las condiciones cambiantes requieren la reconsideración de un rating. Cuando esto ocurre, el analista principal lleva a cabo una revisión preliminar, que puede desembocar en una inclusión en la Lista de Vigilancia. Como señala Standard & Poor's: "la revolución financiera de los últimos 10 años ha hecho más complejo, sin duda alguna, el proceso de rating. Pero el papel principal de Standard &

13. Ver Supra.

Poor's —proporcionar a los inversores una mediación verosímil de la calidad del crédito de bonos y otros instrumentos financieros— permanece inalterable".¹⁴

A continuación reproducimos de forma gráfica el proceso de calificación según Standard & Poor's.



14. "Ratings y Análisis: El Papel de S&P en los Mercados de Capitales. Modificaciones en los Ratings" Editado por Standard & Poor's. Diciembre 1.994. página 64.

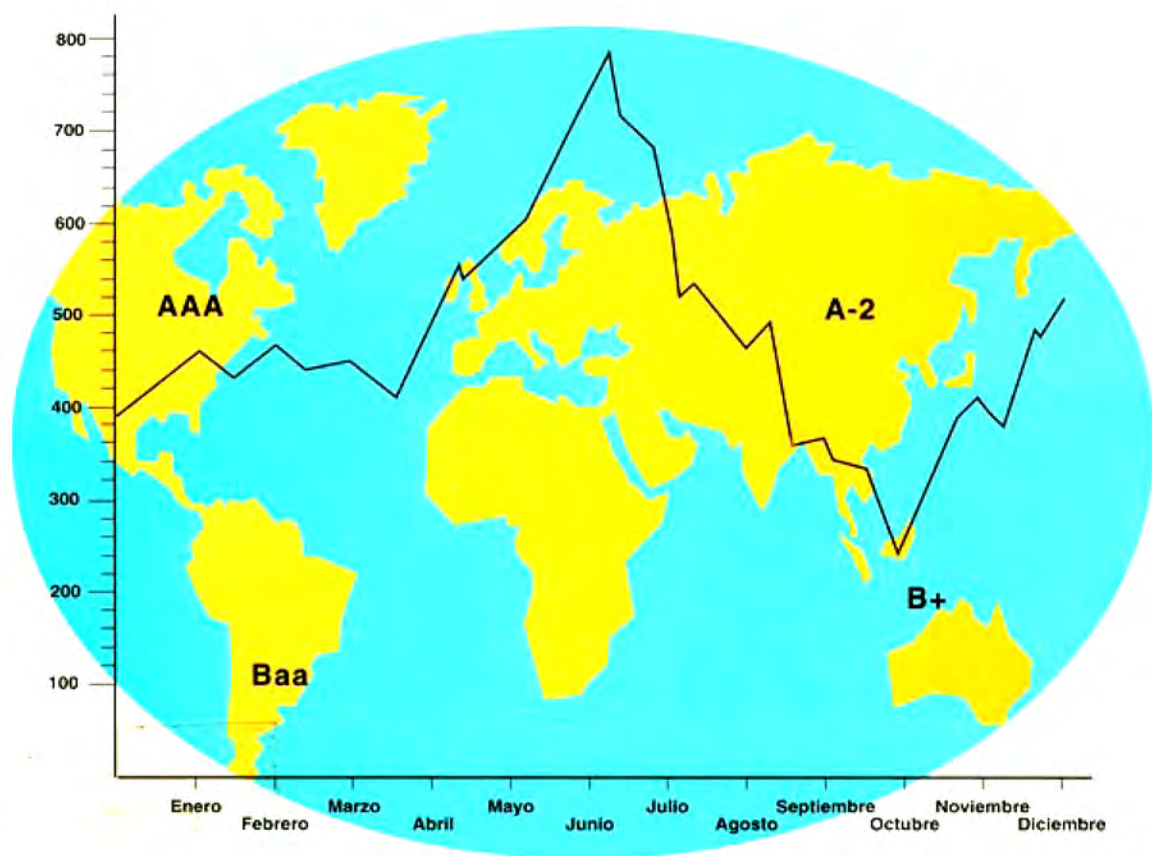
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 5

DOCUMENTACION A PRESENTAR ANTE LAS AGENCIAS DE CALIFICACION

5.1. INTRODUCCION.

El proceso de obtención de un rating va a suponer un laborioso trabajo de preparación y presentación de una nutrida documentación.

Obviamente, la documentación a presentar por el solicitante de una calificación o rating va a depender, sustancialmente, de la tipología del mismo, no es lo mismo, que el solicitante sea un banco que, por ejemplo, una caja de ahorros,¹ ni solicitar un rating para una emisión o para el prestatario en sí.

También, la frecuencia de solicitud influirá en el tipo de presentación a efectuar ante las agencias de rating y, normalmente, en el tipo de documentación a presentar y facilitar. Es evidente, que el prestatario ya calificado, es un emisor conocido y ya analizado por la agencia, con lo que los estudios se encuentran realizados y la agencia, tan sólo, tendrá que actualizar datos y valorar evoluciones recientes.

La causística de procesos de presentación por parte de los solicitantes ante las agencias de calificación se puede pormenorizar

1. La peculiar forma jurídica de estas entidades y su funcionamiento y posición dentro de la economía española, la configuran, como una entidad peculiar a los ojos de estas agencias de calificación.

tanto como se quiera, pudiéndonos encontrar ante una pluralidad de esquemas y formas de presentación tan variados como solicitantes puedan presentarse.

Ahora bien, en un intento de homogeneizar y extraer unos esquemas básicos generales, susceptibles, claro está, de toda mejora ulterior, nos parece conveniente diseñar, un modelo lo más genérico posible que englobe la dinámica de presentación del solicitante de una calificación, con la única pretensión de hacer más comprensible el proceso de calificación.

En el supuesto que vamos a exponer, partiremos, de la inexistencia previa de una calificación otorgada por agencia de rating alguna al solicitante, que será, una entidad financiera española.

Nuestro punto de salida viene dado por el Esquema temporal apuntado y comentado en el Capítulo 4º al referirnos a las "Fases del Proceso", en el que recogíamos la estructura de calificación, en este caso, de nuestra entidad financiera.

Como comentábamos, era preciso, la elección de un asesor financiero que ejerciera la labor de intermediario entre la agencia y el solicitante. Este asesor puede revestir la forma, por ejemplo, de un banco de negocios.

Con su apoyo técnico y asesoramiento procederemos a elaborar la siguiente DOCUMENTACION PARA LAS AGENCIAS DE CALIFICACION SOBRE NUESTRA ENTIDAD FINANCIERA.

5.2. DOCUMENTACION PARA LAS AGENCIAS DE CALIFICACION SOBRE NUESTRA ENTIDAD.

Este documento ira precedido de una pequeña introducción sobre las razones que han aconsejado a nuestra entidad a iniciar la solicitud de una calificación.

Asimismo, se desarrollará, brevemente, una explicación sobre qué es el rating, que tipos de agencias existen, las razones que nos han llevado a elegir una u otra para su calificación, en qué consiste un proceso de calificación, fases a desarrollar en él, utilidad del

rating para nuestra entidad, preparación de la presentación, visita de agencias, etc.

Tras la introducción, se detallará la preparación de la presentación.²

En ella, se pormenorizarán, los documentos y trabajos aportados por los departamentos correspondientes,³ así como, la valoración que a esta documentación haya dado nuestro asesor financiero.

A continuación se resumirá el calendario de visitas de la agencias. Estas visitas tendrán por objeto atender la presentación oficial que nuestra entidad realice, una vez que se hayan estudiado la Memoria, Balances, y demás estados contables, de los últimos años, junto con el documento de presentación que detalle en mayor medida las cifras y explique pormenorizadamente los fines, objetivos, políticas y estrategia de la entidad.

La utilidad de la calificación para la entidad deberá ser objeto de un análisis en mayor profundidad que el comentado en la introducción.⁴

Esta utilidad deberá concretarse en tres apartados al menos, el mayor prestigio en la comunidad financiera española, la gran publicidad gratuita dentro y fuera de España y la emisión de instrumentos de

2. La presentación de la entidad a las agencias tiene una importancia enorme. Algunos expertos estiman que, posiblemente, un 60% de la calificación descansa en la situación económico-financiera de la entidad a evaluar, y que, el restante 40%, se basa en la presentación, ya que en ella se evalúa, en entrevista personal con el equipo ejecutivo de la entidad, entre otros aspectos, los siguientes:

- La especialidad y experiencia de los gestores.
- La perspectiva a futuro de la entidad.
- El mercado en el que se desenvuelve.
- La planificación táctica y estratégica.
- La apreciación de los intangibles.
- La aclaración de toda clase de dudas que puedan plantearse a lo largo de la presentación.

3. Los Departamentos intervinientes en esta fase de preparación de documentación, con, tal vez, diferentes denominaciones serán los siguientes:

- Planificación y Control de Gestión.
- Contabilidad.
- Análisis Financiero.
- Mercado Financiero.
- Estudios.
- Extranjero.
- Asesoría Jurídica

4. Sobre este tema ver el Capítulo 6 "LA UTILIDAD DEL RATING".

mercado monetario, en los Mercados Europeo y Norteamericano,⁵ y, una mayor y mejor clasificación de líneas interbancarias internacionales para la entidad.

Es habitual que en esta documentación a presentar se recoja un apartado que podríamos denominar "EVALUACION DEL DOCUMENTO-VISITA DE LAS AGENCIAS". En él se expondrán, en primer lugar, la duración de la visita de las agencias.⁶

En segundo lugar, los Departamentos y personas representantes de los mismos, intervinientes, así como su orden de intervención.

Tras los intervinientes se enunciarán los "temas de mayor relevancia para las agencias"⁷. En nuestro caso, estos temas incidirán en aspectos tales como el sistema financiero español (el hecho de haber calificado ya otras entidades financieras españolas facilita que las agencias ya conozcan como opera el sistema financiero y sus mercados de valores).

La estructura organizativa (sedes centrales, red de sucursales, planes de expansión, etc), cartera de préstamos y calidad de los activos (procesos y mecanismos de otorgamiento de préstamos, sistemas de revisión, provisiones de insolvencias, fallidos, etc), captación de recursos y liquidez (cuotas de mercado de depósitos, y estabilidad de los mismos, otras fuentes de financiación, equilibrio financiación-inversión. Riesgo de intereses), estructura de capital (fuentes de capitalización, reservas ocultas, incrementos de capital proyectados a futuro, etc), rentabilidad (costes operacionales, media de rendimiento de activos, rentabilidad de activos y de los recursos propios, porcentaje de activos productivos con respecto al total), y, contabilidad (políticas, principios regulaciones, auditoría externa, valoración contable de reservas, valores, inmuebles).

5. Como ya hemos comentado en anteriores ocasiones, la obtención de un rating es un requisito imprescindible para emitir valores en estos mercados.

6. La duración, obviamente, dependerá de las características del solicitante, en nuestro ejemplo y para nuestra entidad, la duración oscilará, probablemente, entre uno y tres días.

7. Del mismo modo que en otros casos, estos temas dependerán de las peculiaridades del solicitante.

Aquí hemos recogido algunos de los que estimamos que en nuestro supuesto serían de especial relevancia.

En estos puntos que hemos relatado deberá apoyarse al máximo la presentación de la entidad, aunque, evidentemente, se realizará lo más amplia posible.

Un documento-tipo de presentación podría ser el siguiente.(*).

I. Bienvenida. Programa de presentación.

(*) En este programa se recogen a modo de ejemplo, algunos de los temas que estimamos van a resultar más representativos y definitorios de nuestra entidad, así como aquellos que nos serán, indefectiblemente, demandados por la agencia para nuestra calificación.

Claro está que la estructura aquí presentada así como los temas en ella recogidos tienen un marcado carácter pedagógico y tentativo, pudiendo ser susceptibles de toda ampliación, reforma o revisión.

El programa que hemos recogido tiene por objeto resumir los aspectos que se consideran de mayor importancia tanto para la entidad como para la agencia que va a calificarnos.

Normalmente será tarea conjunta de nuestro asesor financiero elegido y de nuestra entidad resumir en este documentos estos aspectos más importantes.

Para ello estos aspectos se dispondrán ordenadamente en las sesiones de presentación ante las agencias.

Incluimos una posible disposición de los mismos, partiendo de una duración de la visita de las agencias de, tan sólo, dos días.

SESION PREVISTA PARA EL DIA 1 (especificación de la fecha prevista para la reunión).

8.30- 9.00.Bienvenida y discusión del programa.

9.00-10.00.Estrategia de la Dirección.

10.00-12.30.Contabilidad. Estados Financieros. Auditoría Interna.

12.30-13.15.Tesorería pesetas y Mercado de Capitales.

14.15-15.15.Sistema Financiero Español. Recursos Humanos.

15.15-17.15.Cartera de Préstamos.

17.45.Entrevista con alguna autoridad del sistema financiero-bancario español.

SESION PREVISTA PARA EL DIA 2. (especificación de la fecha prevista para la reunión).

9.00-10.00. Operaciones Internacionales.

10.00-10.30. Centro de Proceso de Datos.

10.30-12.00. Presupuestos/Objetivos y Planificación

Estratégica Equilibrio. Financiación-Inversión.

Será conveniente incluir en el documento, una nota, en la que se recuerde a todos los participantes que realicen la presentación que les corresponda ayudados de la mejor y más clara técnica posible (video, transparencias, gráficos, etc.).

Asimismo, los intervinientes, deberán tener en cuenta los textos sobre los que versarán sus intervenciones, dado que ya han sido analizados y estudiados por las Agencias y serán, también, sobre los que se formulen las preguntas.

De especial importancia será, hacer notar a los ponentes, que se atengan a los tiempos establecidos y adjudicados a cada uno de ellos, no debiendo éstos olvidar que existirá una traducción simultánea y, que por ello, la velocidad de las exposiciones tendrá que ser un poco más lenta de lo habitual.

II. Sesión de Estrategia de la Dirección (duración aproximada 1h).

Tema	Elabora
Estrategia de la Entidad	Departamento correspondiente.

III. Contabilidad, Estados Financieros y Auditoría Interna.

Tema	Elabora
Contabilidad.	Departamentos correspondientes.
Auditoría Interna.	

IV. Sistema Financiero Español y Aspectos sobre Recursos Humanos.

(Duración 1,30 h.)

Tema	Elabora
Economía del área de actuación.	Departamentos correspondientes.
Las nuevas regulaciones bancarias.	
Recursos Humanos.	

V. Cartera de Préstamos.

(Duración 2 horas).

Tema	Elabora
Políticas y estrategias del Crédito.	Departamentos correspondientes.
Cartera de Préstamos. Préstamos deudores.	

VI. Mercado de Capitales.

(Duración 1 hora).

Tema

Elabora

Evolución y desarrollo de
los Mercados de Valores.Departamento
correspondiente.*VII. Captación de recursos nacionales y equilibrio inversión-financiación.*

(Duración 1 hora).

Tema

Elabora

Tesorería en Ptas.

Departamento
correspondiente.Equilibrio Inversión-
Financiación.*VIII. Operaciones Internacionales.*

(Duración 1.30 horas)

Tema

Elabora

Internacional.

Departamento
correspondiente.

Tesorería en Divisas.

IX. Proceso de Datos, Planificación y Control de Gestión.

(Duración 1. hora)

Tema

Elabora

Procesos de Datos.

Departamento
correspondiente.Presupuestos y Objetivos,
Planificación Estratégica.

Una vez terminada la presentación de la entidad ante las Agencias, éstas procederán a elaborar el documento final con la propuesta que será sometida al Comité Ejecutivo de la Agencia, quién, finalmente, dictaminará sobre la calificación final a otorgar a nuestra entidad.⁸

Este proceso, como ya indicábamos en el Capítulo 4º. "EL PROCESO DE OBTENCION DEL RATING", suele durar entre uno y dos meses. No obstante, en el plazo de quince días podemos obtener una indicación sobre la calificación final, a los que denominábamos "Informes Preliminares".

Por último, la conclusión del documento suele incluir una "reflexión" sobre la importancia que la obtención de una calificación, y que ésta sea además elevada, supone para nuestra entidad. Por ello, se hace preciso llevar a cabo el esfuerzo necesario por las diferentes áreas de la Entidad, que por su importancia, en el proceso de calificación, se ven involucradas, a fin de conseguir la más alta calificación.

5.3. DOCUMENTACION PARA LAS AGENCIAS DE CALIFICACION SOBRE NUESTRA ENTIDAD. (Y II).

Anteriormente, nos hemos referido a las líneas generales que nuestra presentación a las agencias de rating debe reunir, hemos mencionado una serie de temas que se expondrán a dichas agencias y hemos planteado la estructura general que toda esta documentación debe reunir. Por todo ello, parece adecuado proceder, ahora, a desarrollar en mayor profundidad algunos aspectos antes esbozados.

Nuestra entidad deberá presentar una información detallada y concreta sobre determinados aspectos, así, por ejemplo, las actividades de nuestra entidad, más concretamente, sus actividades de financiación, su cartera de préstamos, su liquidez, su información financiera, etc.

Una exposición genérica sobre la actividad de nuestra entidad puede servir de marco general para ir desarrollando cada uno de sus apartados.

8. Sobre el procedimiento de obtención del rating consultar el Capítulo 5º. "EL PROCESO DE OBTENCION DEL RATING".

A continuación presentamos una posible estructura de cada uno de estos apartados a los que nos hemos referido, y que, conforman la estructura básica que nuestra entidad debe someter a análisis de la agencia de calificación.

ACTIVIDADES DE NUESTRA ENTIDAD.

A. Inversión.

1. Legislación.

- * Banco de España.
- * Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- * Ministerio de Economía y Hacienda.

2. Competencia.

- * Principales competidores de nuestra entidad, grado de competencia, cuota de mercado, grado de automatización y sofisticación.

3. Participación de nuestra entidad en la inversión a plazo.

- * Cartera de préstamos (tamaño).
- * Descripción de garantías.

4. Estrategia.

- * Principales áreas.Objetivo de la operativa.
- * Actividades de la Red de sucursales/Rentabilidad/Grado de automatización.

5. Cuadro resumen mostrando el desarrollo de las operaciones por tamaño, según categoría de financiación (Ver Anexo nº 1).

B. Otras actividades Bancarias.

(En este apartado se especificarán las actividades que no sean propiamente de negocio bancario).

1.-

2.-

3.-

C. Participadas.

1. Descripción y operativa de las principales participadas.
2. Posibles estrategias con respecto a adquisiciones, desinversiones, crecimiento de las participadas.

D. Organización de la inversión y análisis de la cartera de préstamos.

1. Organización de las actividades de préstamo y políticas de crédito.

- a) Captación de los préstamos y poder decisorio.
- b) Tratamiento en las Red de sucursales y relaciones con éstas con la sede central.
- c) Política de créditos y proceso de aprobación de préstamos.
- d) Procedimiento de análisis de préstamos.
- e) Sistema de revisión de préstamos.
- f) Procedimientos de los límites de préstamo.
- g) Restricciones de la cartera.

2. Cartera de préstamos. (Por la importancia y trascendencia de este factor será conveniente que nuestra entidad realice un estudio especial que podría, por ejemplo, insertarse como ANEXO 1.).

- a) Comentario de las partidas de la cartera de préstamos.
- b) Tendencia de los sectores industriales, consideraciones sobre los vencimientos y política de garantía.
- c) Préstamos con garantía pública dentro de la cartera de nuestra entidad (con determinación de su grado de incidencia e importancia).
- d) Política de precios y media de rendimientos de los diferentes tipos de préstamos.
- e) Definición de los préstamos morosos utilizada por nuestra entidad y sus métodos de identificación(*).

(*) Ni que decir tiene que las informaciones que se facilitan y desarrollan en esta documentación reafirman los principios básicos que fundamentan la existencia de las agencias de calificación (a los que nos referimos en el Capítulo 1º, en sus apartados 1.1. "INTRODUCCION" y 1.3. " LAS AGENCIAS DE RATING" de esta publicación) como es el principio de absoluta discreción y reserva con la que estas agencias han de manejar la información que les sea suministrada por los solicitantes de un rating.

- f) Políticas aplicadas con respecto a la calidad de la cartera de préstamos.
- g) Definición de los procedimientos para la creación de provisiones para insolvencias, políticas para cobrar los préstamos morosos y para darlos de baja en el balance, y comentario sobre las reservas legales para préstamos.
- h) Comentario sobre riesgos con morosos indicando los montantes provisionados o que han causado baja del balance.

Las actividades de financiación de nuestra entidad deberán contemplar unos breves comentarios sobre las fuentes nacionales y su estabilidad, así como, sobre endeudamiento y estructura de capital. La disposición de estas actividades podría ser como sigue:

A. Comentarios sobre fuentes nacionales y su estabilidad.

- 1. Limitaciones impuestas por las autoridades financieras. (en nuestro caso: regulación del coeficiente de caja, y, fondo de garantía de depósitos).
- 2. Tipos de cuentas de ahorros ofrecidas.
- 3. Competencia en el mercado de depósitos y otros medios de captación de fondos.
- 4. Capacidad de nuestra entidad para obtener fondos en el mercado a corto plazo.
- 5. Descripción de las políticas de captación de fondos con respecto a participadas.

B. Comentarios sobre endeudamiento y estructura de capital.

- 1. Filosofía de la Dirección con respecto a la estructura de capital óptima.
- 2. Descripción de la estructura de capital de nuestra entidad, coeficientes de garantía, y su posición con respecto a la regulación legislativa en la materia.
- 3. Restricciones impuestas por los mercados a nuestra entidad
- 4. Política de reparto de beneficios.

La liquidez, será con toda seguridad, otro de los temas que deberán abordarse por la entidad solicitante del rating en términos similares a los que vamos a describir.

La entidad de esta materia aconsejará, la elaboración de un ANEXO SOBRE LIQUIDEZ, al que denominaremos, en adelante, como ANEXO N 2.

Liquidez.

- A. Políticas actuales con respecto a la adecuación de plazos de inversión y financiación, tanto en moneda nacional como extranjera, mostrando la experiencia de un período de tiempo (normalmente los últimos cinco años).
 - 1. Margen financiero / (Ingresos - costes por intereses).
 - 2. Medidas para la renovación y/o prepago.
- B. Capacidad de la entidad para vender préstamos a otras instituciones financieras u oficiales, si la legislación lo contempla y permite.
- C. Posición respecto a la legislación específica en materia de liquidez.
- D. Comentarios sobre las políticas existentes para asegurar una adecuada liquidez durante todas las etapas del ciclo comercial.
- E. Utilización de líneas procedentes del Banco de España.
- F. Relaciones con entidades corresponsales (líneas, número, dentro y fuera de España).

Asimismo, la información financiera de nuestra entidad exigirá, como ocurría en el supuesto de la liquidez la incorporación de un ANEXO DE INFORMACION FINANCIERA, al que denominaremos, ANEXO N 3.

Esta información financiera deberá reunir estos datos:

- A. La principal información financiera del balance y cuenta de resultados de los últimos, por ejemplo, cinco años. Comenta-

rios cualitativos sobre su evolución. Grado de aislamiento resultante de su vulnerabilidad al ciclo de negocio.

- B. Énfasis sobre temas específicos, tales como, préstamos fallidos, margen de intereses, gastos generales, etc., realizando pequeños comentarios apropiados sobre principios de contabilidad, de auditoría, de operativo, así como, de sus procedimientos, particularmente en lo que éstos difieren de la práctica bancaria USA (dada la característica de nuestra entidad, objeto del ejemplo que estamos analizando), aportando resumen estadístico apropiado. Comentarios sobre la revalorización de activos fijos.
- C. Cuenta de resultados y balance para el último año fiscal de las principales participadas, y su consolidación.

La perspectiva y estrategia de futuro cerrarán, a falta de la conclusión final, el diseño global de la presentación de nuestra entidad a las agencias de calificación.

La perspectiva y estrategia de futuro se dividirá en dos grandes apartados: Planificación y Proyección.

La Planificación expondrá los conceptos fundamentales del proceso de planificación: A) Recopilación de la información; B) Período de tiempo sobre el que se planifica; C) Personas o Departamentos responsables; D) Cifras de Planificación (normalmente, a cinco años).

Además, englobado dentro de la Planificación, se detallarán los efectos de la misma sobre los factores del medio ambiente: A) Factores económicos, demográficos, y de política monetaria; B) Capacidad de respuesta a cambios; y, la utilización de la planificación como instrumento para implementar políticas y alcanzar objetivos.

Por lo que a las Proyecciones respecta, se incluirán, tanto, comentarios sobre objetivos y estrategias a largo plazo, y, en la medida de lo posible, cuantificación de planes a corto y largo plazo, como, una proyección a cinco años del balance y cuenta de resultados y, también, en la medida de lo posible, un detalle de los presupuestos para los próximos 12 meses.

Finalmente, la conclusión, resumirá los planes y puntos fuertes principales de nuestra entidad y las proyecciones a más largo plazo.

5.4. ANEXO N° 1: CARTERA DE PRESTAMOS.

- A. Desarrollo de los cuadros de préstamo a final de los cinco últimos años.
- * Por tipo de préstamo.
 - * Por sector industrial.
 - * Por vencimiento.
 - * Por garantía.
 - * Por moneda.
- B. Desglose de los prestamos que excedan del 5% del capital, identificados por tipo de prestatario y naturaleza del préstamo. Comentario sobre si alguno de estos prestamos ha experimentado algún problema. (Es casi seguro que las agencias de calificación pregunten por estos temas).
- C. Montante de los prestamos morosos y desglose por sector industrial en los 5 últimos años.
- D. Estadísticas de fallidos del ultimo año de los últimos cinco años según convenga.
- E. Préstamos que han perdido por fallidos , renegociaciones y recuperaciones de los cinco últimos años, incluyendo las provisiones para insolvencias y las reservas de fallidos. La informacion debe ser suficiente para efectuar una regularización en la cuenta de perdidas y ganancias. Informacion especifica de los últimos cinco años segmentando la provisión para insolvencias especificas de las generales.
- F. CARTERA DE RENTA FIJA (OBLIGACIONES Y BONOS).
- Desglose de la cartera a 31 de Diciembre de cada uno de los cinco últimos años por vencimiento y comparación de la valoración en balance con el valor de mercado.
- G. CUENTAS DE ORDEN.
- H. ESTADISTICAS IMPORTANTES DE LOS CINCO ULTIMOS AÑOS.

- * Dotaciones menos recuperaciones partido por total de préstamos.
- * Provisión para insolvencias general, partido por total de préstamos más riesgos de firma.
- * Provisión para insolvencias general, partido por total de préstamos.
- * Provisión para insolvencias general, partido por dotaciones netas.
- * Provisión para insolvencias específicas, partido por total de préstamos.
- * Préstamos morosos partido por total de préstamos.

5.5. ANEXO N° 2: LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.

- A. Desglose de saldos de endeudamiento al cierre de los últimos cinco años.
 - * Por clase.
 - * Por vencimiento.
 - * Por divisa.
- B. Media del coste de intereses de fondos tomados durante los últimos cinco años.
- C. Desembolsos pendientes de préstamos: desglose por clase, vencimiento y moneda.
- D. Composición de los fondos propios durante los cinco últimos años.
 - * Capital social.
 - * Reservas.
- E. Estadísticas importantes de los cinco últimos años.

LIQUIDEZ.

- * Financiación total. Fondos propios más deuda menos activos líquidos dividido por deudas.
- * Préstamos divididos por total de recursos captados.
- * Activos líquidos dividido por total de activos.
- * Financiación a corto plazo (fondos tomados) dividido por total de financiación.
- * Depósitos prestados en el interbancario dividido por depósitos tomados en el interbancario.

ESTRUCTURA DEL CAPITAL.

- * Fondos Propios dividido por Activo total.
- * Recursos propios dividido por total de préstamos más riesgos de firma.

- * Fondos propios más provisión para insolvencias dividido por total préstamos más riesgos de firma.
- * Otros.

5.6. ANEXO N° 3: ANALISIS FINANCIERO.

A. Balance, cuenta de resultados y estado y origen de aplicacion de fondos de los cinco últimos años.

B. Estadísticas importantes:

1. Rentabilidad, antes de impuestos, y antes de provisiones.

* Rentabilidad económica.¹

* Rentabilidad Financiera.²

2. Márgenes de rentabilidad analítica.

* Rentabilidad de los activos productivos.

* Coste de los activos productivos.

* Margen financiero neto.

* Intereses de fondos de libre disposición de Activos productivos (por ejemplo media de los intereses de los activos productivos menos coste de interese de pasivo partido por media de intereses de activos productivos.

$$1 \text{ En inglés "Return on Assets".(ROA).} = \frac{\text{Resultados}}{\text{Total Activos}}$$

$$2 \text{ En inglés "Return on Equity". (ROE).} = \frac{\text{Resultados}}{\text{Capital + Reservas}}$$

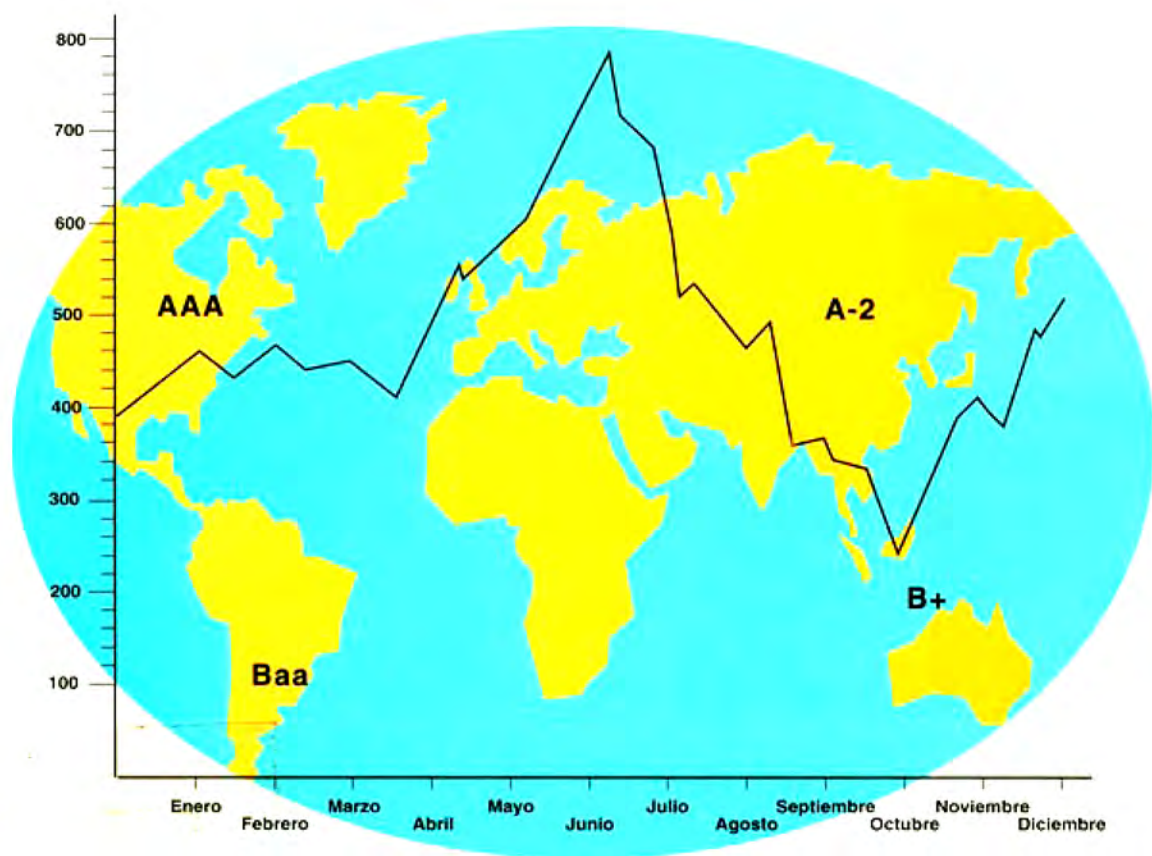
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 6

LA UTILIDAD DEL RATING

6.1. INTRODUCCION.

Independientemente, de que la obtención de una calificación sea un requisito imprescindible en la generalidad de las emisiones realizadas en los Estados Unidos y que goce de especial consideración en determinados mercados, tales como, el euromercado¹ (básicamente en eurobonos y euroobligaciones), la importancia de un rating radica en su consideración como elemento indicativo de primer orden para una pluralidad de sujetos intervinientes en los circuitos financieros tradicionales, dentro de los cuales, claro está, los inversores ya sean institucionales o particulares desempeñan una papel prioritario.

Una buena calificación facilita la distribución del papel emitido y su posterior colocación, y por supuesto, tiene una influencia directa en los tipos de interés, pues una buena calificación de rating supondrá que la emisión tendrá, previsiblemente un menor riesgo para el suscriptor, y, por tanto, éste exigirá una retribución más baja por el dinero aportado.

En efecto, como veremos, la utilidad del rating ha de ser abordada² desde una perspectiva múltiple.

-
1. En López Pascual, Joaquín "Consideraciones Generales sobre el Rating". Actualidad Financiera. septiembre 1.991, número 35, página F-627, ya incidíamos sobre este aspecto, poniendo de manifiesto que "la importancia de un rating radicaba en su consideración como elemento indicativo de primer orden para los inversores".
 2. En López Pascual, Joaquín "El Rating un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros". Actualidad

Por una parte, como una garantía para el inversor al poder conocer la solvencia de un deudor evaluada por una agencia independiente y especializada, así como el riesgo que asume al tomar la decisión de invertir.

Por otra, como ventajas implícitas del rating para la empresa calificada.

Además la seguridad que confiere al mercado financiero y a todos los sujetos en él intervinientes que pueden disponer de un indicador claro, conciso y sencillo de manejar.

La utilidad del rating ha de ser estudiada desde una perspectiva múltiple que abarque, no sólo, al prestamista y prestatario, o si se prefiere emisor e inversor, sino que ha de hacerse extensiva, también, al propio mercado financiero en el que estos flujos financieros tienen lugar.

Y, no sólo, ha de pararse ahí, sino, que ha de alcanzar incluso a los propios sujetos financieros que funcionan habitualmente en él.

Así, a nuestro juicio, y como la práctica cotidiana nos ha venido demostrando, una calificación elaborada por una agencia independiente y profesional puede ser de enorme utilidad para todos los agentes intervinientes en los mercados financieros.³

Standard & Poor's⁴ cree un rating o calificación es un análisis de riesgo de renta fija que contribuye a que el mercado funcione de forma más transparente y eficiente. Para Standard & Poor's los rating facilitan las decisiones de todos los protagonistas del mercado: inversores, emisores, bancos, sociedades de valores, y también autoridades reguladoras.

Financiera. junio 1.993, número 25, página I-420, ya apuntábamos que la utilidad del rating no podía ser susceptible de análisis centrada, tan sólo, en sus ventajas para el inversor particular, sino que era preciso ampliar ese estudio a otros factores que podían verse favorecidos por la calificación de los emisores, emisiones, y determinados productos financieros, como los fondos de inversión.

3. Los desarrollos experimentados por los mercados financieros actuales han provocado la negociación habitual de emisiones entre los grandes intermediarios financieros en sus mesas de contratación o departamentos de mercado financiero, a éstos les es de una absoluta necesidad conocer la calidad de los prestatarios y de sus emisiones.
4. Standard & Poor's: "Ratings y Análisis, IBERATING: ¿Para qué sirven los ratings?" Junio 1.993, páginas 6, a 10.

El rating es también útil para los accionistas actuales y potenciales, para los acreedores y proveedores relacionados con las operaciones industriales de la empresa emisora.

En definitiva para Standard & Poor's la conclusión que se deduce es que aunque los "ratings" no son indicadores perfectos de la calidad crediticia, sí son instrumentos muy útiles a la hora de evaluar el riesgo, dado que la fuerte correlación entre los casos de impago y las diferentes categorías crediticias muestran que aunque la deuda calificada en la escala de inversión no está totalmente exenta de riesgo durante un período largo de tiempo, sí tiene un nivel de riesgo muy inferior a la deuda calificada en categorías más bajas.⁵

Por su parte Moody's Investors Service⁶ considera que el rating es la forma más rápida y eficiente de comunicar las opiniones sobre el riesgo de los créditos.

Esto permite que el rating sea un instrumento de enorme utilidad para los inversores institucionales, particulares, y para los propios agentes participantes en los mercados financieros.

6.2. UTILIDAD PARA EL INVERSOR PARTICULAR.

Sin duda, uno de los objetivos que se van a cumplir más firmemente con un rating es, el incremento de la protección al inversor particular.

Esto va a exigir matizaciones, en primer lugar, el aumento de protección a este pequeño y mediano inversor no quiere decir que el inversor no vaya a encontrarse ante una situación de total desprotección, pues, va a gozar de diversos derechos, básicamente, un derecho de información en materia de emisiones,⁷ ⁸ procurando poner a su disposición, en tiempo real, la mayor cantidad de información posible, permitiendo al inversor que pueda formarse una

5. Standard & Poor's: "Ratings y Análisis, IBERATING: ¿Sirven para algo los ratings?." Junio 1.993, página 8.

6. Moody's Investors Service: "Introduction. Moody's Rating Process". Ed. Moody's Corporate Department. 1.989.

7. Cachón Blanco, J.E.: "Derecho del Mercado de Valores (Tomos I y II)". Ed. Dykinson 1.993.

8. La Ley 24/1.988 de 28 de julio del Mercado de Valores recogía con carácter general y "para defender los intereses de los inversores" la comunicación a la Comisión

opinión lo más documentada posible sobre la emisión o inversión, en definitiva, que estime más conveniente para sus necesidades.

En segundo lugar, la protección que, de por sí tenga el inversor, de conformidad con las legislaciones de los diferentes Estados, puede ser suficiente, "informativamente hablando" pero, puede no coadyuvar en forma plena a entender el grado real de inversión que se va a afrontar por parte de este inversor.

En tercer lugar, una calificación va a aportar al inversor "de calle" una referencia detallada y suficiente para que éste pueda calibrar, en su justa medida, (sin adentrarse en profundidades técnicas, que, en ocasiones, pueden desbordar los propios conocimientos del inversor) la inversión que está "realmente" dispuesto a realizar.

Así, con este sistema, el inversor va a gozar de lo que podríamos denominar un indicador de referencia", útil, sencillo de comprender y manejar, y que, de forma sintética, (por medio de una simple letra o letras) va a plasmar la capacidad real de una compañía para, devolver el principal y pagar sus intereses, o si, se prefiere, de cubrir sus gastos financieros.

Además, el rating, puede servir de complemento perfecto a esos derechos de información a los que nos hemos referido anteriormente, dado el componente de independencia y profesionalidad que avala a las agencias encargadas de elaborar esas calificaciones.

Nacional del Mercado de Valores de los proyectos de la emisión, con publicidad de los mismos, el registro en aquella del folleto informativo de la emisión y la existencia previa de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor.

(El artículo 27 de la citada Ley dispone: "el folleto contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone", más adelante añade, "Toda entidad emisora de valores estará obligada a publicar el correspondiente folleto informativo y a hacer entrega de él gratuitamente a sus suscriptores..").

El Real Decreto 291/1.992, de 27 de marzo sobre emisiones y oferta públicas de ventas de valores (Ver Actualidad del Mercado Financiero. Abril 1.992, páginas 36 y ss.) va a regular, con detenimiento, el contenido ordinario, modelos, y contenido adicional del folleto, para favorecer, mediante una mayor transparencia informativa, la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

Más recientemente, la Orden de 12 de julio de 1.993 va a tener una incidencia importante en esta materia al establecerse, por medio de la presente normativa, del nuevo marco legal aplicable a los folletos informativos de los fondos, con el propósito de reforzar los derechos de información del partícipe de un fondo de inversión.

6.3. UTILIDAD PARA EL SOLICITANTE.

La utilidad de una calificación, y más exactamente, de una buena calificación para el solicitante o prestatario, ha de enfocarse como la "otra cara de la moneda" de una emisión.

Analizadas las ventajas que esta calificación supone para un prestamista o inversor, parece lógico aproximarse, a la necesaria utilidad que una calificación va a tener para aquel que desea captar la financiación suficiente entre los grupos de inversores domésticos e internacionales.

Acontecimientos, no muy lejanos en el tiempo, como los casos de impago de intereses en las emisiones de las sociedades Intra y Cartemar⁹, pusieron de manifiesto, entre otras cosas, la situación de indefensión del inversor particular ante el desconocimiento asumido en algunas emisiones, y en segundo lugar, la necesidad de adoptar un sistema de calificación eficaz que garantice que situaciones como las ya señaladas no se puedan producir.

Desde el punto de vista del solicitante o prestatario, la utilidad del rating va a girar en torno a varios elementos.

En primer lugar, lo que podríamos denominar "los costes de la financiación" que tanto en los mercados nacionales como en los internacionales dependen, en buena medida, del nombre del prestatario,¹⁰ la solvencia del mismo, la constancia de las emisiones de dicho prestatario (obviamente, se abaratarán los costes cuanto más se aparezca en el mercado) y su tamaño. Las consideraciones de riesgo son fundamentales para el prestamista extranjero y todos los factores anteriores inciden sobre el mismo. A mayor riesgo, mayor suele ser la rentabilidad que el prestatario ha de ofrecer al inversor particular, quien, claro está, puede exigir una retribución mayor a su inversión.¹¹

9. Los casos de las sociedades Intra y Cartemar son dos ejemplos, no demasiados lejanos en el tiempo (1.991) sobre incumplimientos de pagos de intereses en las emisiones por parte de estos dos emisores.

10. Es práctica habitual en los mercados internacionales que un prestatario cuyo "nombre" no sea conocido, se encuentre sometido al pago de una sobretasa especial.

11. Dados los elevados costes financieros por el impago de la deuda del tercer mundo para las entidades financieras mundiales, en especial las americanas, el riesgo se ha vuelto, aún en mayor medida, una cuestión fundamental en la gestión bancaria.

A su vez, el obtener una buena calificación de riesgo va a suponer un notable abaratamiento de los costes de dicha financiación, pues, al ser menor el riesgo (siempre y cuando se obtenga una buena calificación) se puede pagar intereses menores por los préstamos recibidos.

Tampoco podemos olvidar, que la obtención de un rating puede permitir que muchos emisores medianos y pequeños, que no pueden concurrir a los mercados (dado que nadie se atreve a comprarles sus emisiones ante el desconocimiento sobre la calidad de su riesgo) puedan acceder a esta vía de financiación.

Los procesos de financiación en el mercado internacional de capitales se ven facilitados por la obtención de una calificación de riesgo, y es incluso en ocasiones indispensable para acceder a ciertos mercados, tan interesantes como pueda serlo el japonés. Para algunos instrumentos o prestamistas se necesita obtener un alto rating (estaríamos hablando de un rating AAA), sin el cual no se puede tener acceso al mercado.

Además, la obtención de un buen rating tiene una influencia directa en la "fase final" de las emisiones: su distribución y colocación.

En efecto, una elevada calificación facilita enormemente, la distribución del papel de la emisión, puesto que las entidades financieras son conscientes de las garantías que ofrece el emisor, y permite colocar o vender la emisión más cómodamente. Esta comodidad se deriva de que, como hemos analizado en el apartado sobre la utilidad del rating para el inversor, el prestamista se encuentra ante un "papel" procedente de una entidad sobre la que conoce su capacidad de responder al riesgo contraído.

Ahora bien, si la utilidad para el prestatario parece clara desde la óptica de los costes de financiación, no va a ser menos importante ni de menor incidencia para el prestatario otro número importante de ventajas derivadas de una buena calificación.

Entre estas podemos mencionar un grupo que podríamos llamar "prestigio, nombre y publicidad".

Una alta calificación va a suponer para la entidad prestataria un mayor prestigio en la comunidad financiera nacional e interna-

cional, una gran publicidad gratuita dentro y fuera de su país. En este sentido, debemos recordar, que la prensa económica recoge con gran profusión la emisión de "ratings", y las publicaciones de las grandes agencias de calificación incorporan a sus ediciones todas las entidades sobre las que emiten un rating.

Como puede deducirse de lo anterior, un mayor conocimiento de la entidad nacional e internacionalmente, a parte de una enorme publicidad, puede traducirse en otros aspectos de igual interés: posicionamiento de nuestra entidad en nuevos mercados, nuevas oportunidades de negocio, mayor abanico de inversores potenciales, posibilidad de ampliación de nuestra líneas de negocio, etc.

6.4. UTILIDAD PARA EL MERCADO FINANCIERO Y SUS SUJETOS.

El rating no va a ser, tan sólo, de utilidad a prestatario y prestamista, sino que va a ser útil al propio mercado en sí, y a los agentes que en él intervienen. La calificación va a proporcionar una herramienta de estudio de primera mano al propio mercado y a los sujetos que se mueven dentro de él.

De forma sintética podemos resumir algunas razones que contribuyen a hacer del rating un elemento de gran utilidad para el mercado y sus agentes:

- La sencillez y rapidez para la valoración del riesgo.
- Clasificación de los riesgos con criterios homogéneos.
- Una base para que los órganos rectores del mercado y las instituciones financieras puedan fijar sus políticas de inversión y puedan, por tanto, decidir y actuar en consecuencia.¹²
- Una fuente especializada para que las autoridades financieras y, económicas en general, puedan contrastar la conveniencia de establecer límites de inversión al mercado en general y a las instituciones que en él operan.¹²

12. Todas estas utilidades que aporta una calificación tienen su repercusión directa en las instituciones de inversión colectiva y los fondos de inversión.

—Una forma de homologar el riesgo en todos los mercados financieros internacionales, con lo que se obtiene una mayor transparencia en el mercado.

—Un método para que los inversores puedan seguir de cerca las consecuencias de las acciones financieras y de inversión de los equipos directivos y de gestión de las entidades en cuyos títulos invierten.

Así, una calificación puede servir de base a los órganos rectores del mercado, en nuestro caso a la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, S. A., como base para fijar directrices de inversión que los fondos de inversión deban aplicar. También, puede servir como fuente especializada para que las autoridades limiten a los fondos de inversión, o a alguna modalidad de los mismos, un tipo de inversión concreta. Y, por último, puede facilitar el control sobre los equipos directivos de las instituciones de inversión colectiva.

La realidad está demostrando la necesidad de adoptar un sistema de calificación eficaz que garantice, especialmente en el caso del inversor particular, que determinadas situaciones no se puedan producir(*).

En efecto, la necesidad de tener en cuenta los riesgos de una emisión parecen fuera de toda duda

6.5. EL DOBLE RATING DE RTZ LE FACILITA SU ACCESO AL MERCADO NORTEAMERICANO(**).

A lo largo de las páginas precedentes hemos intentado exponer la importancia y utilidad que una buena calificación reporta a todas las partes imbricadas en los procesos financieros internacionales: inversor, prestatario, mercado y sus agentes.

(*) Los casos de impago de intereses en las emisiones de las sociedades Intra y Cartemar, pusieron de manifiesto, entre otras cosas, la situación de indefensión del inversor particular ante el desconocimiento asumido en algunas emisiones, y en segundo lugar, la necesidad de adoptar un sistema de calificación eficaz que garantice que situaciones como las ya señaladas no se puedan producir.

(**) Moody's Investors Service: "Moody's Starts with the basics: RTZ's double rating eases access to US".. Extract from Corporate Finance, January 1.991.

Para reforzar nuestra opinión nos hemos hecho eco de una pequeña "anécdota" que es recogida en la mayor parte de los "dossiers" y "brochures" que la agencia Moody's Investors Service, Inc. publica y distribuye. Este caso se conoce como el de RTZ y a continuación realizamos un breve resumen del mismo.

" En Mayo de 1.990, RTZ, el grupo británico diversificado en metales y minas con operaciones substancial en el Norte de América y Australia, recibió la calificación de "P1" por parte de Moody's para emitir papel comercial en Estados Unidos y programas de Euro-comercial paper bajo los nombres, respectivos, de RTZ América Inc. y RTZ Finance Overseas Ltd. Se le dio una calificación de "A1 +" para aquellos programas de Standard & Poor's (S&P).

RTZ había solicitado una calificación de las dos agencias principales "Standard and Poor's" y "Moody's". Según Ian Ratnage, tesorero de RTZ, la compañía " había sido tratada por ambas agencias con la misma base de igualdad. Les dimos la misma información, el mismo estilo de presentación en nuestra documentación y el mismo acceso a la sociedad".

Tres semanas antes de las presentaciones, RTZ envió "un libro de rating" ("ratings book", en su acepción anglosajona) a cada agencia, en la que facilitó una detallada información sobre la compañía. Ratnage describe el "ratings book" como " un documento muy comprensible que llevó mucho tiempo elaborar. Esa fue la fase crítica del proceso."

Cada una de las presentaciones de la sociedad a las agencias tuvo lugar en dos días.

A lo largo del primer día de presentación se expusieron temas de finanzas, estrategia de negocios, perspectivas económicos, estrategia de adquisición, y contabilidad de la sociedad.

Dice Ratnage: "Nosotros encargamos la discusión de los aspectos financieros al director financiero. Lo cual ponía de manifiesto la especial atención a los aspectos financieros, básicos en las emisiones, que tanto nosotros como la agencia de rating le otorgábamos".

El Consejero delegado de RTZ mantuvo una reunión de presentación de una hora de duración, sobre la estrategia del grupo de negociación. Después le tocó el turno al jefe del departamento económico y a otros ejecutivos de la sociedad. Las dos últimas reunio-

nes del día fueron convocadas por personal del grupo de planificación y se refirieron, fundamentalmente, a aspectos puntuales, tales como, adquisiciones, estrategia de desinversión y aspectos contables.

Al día siguiente se abordaron temas operativos y técnico de las emisiones a realizar.

A lo largo de los dos días que duró la presentación ésta tuvo un carácter informal, formulando las agencias todo tipo de preguntas con absoluta libertad. "esa aproxiEn efecto, Ian Ratnage notó que el tiempo para el seguimiento que necesitaron las agencias fue mínimo.

"Las agencias defirieron en el tiempo que se tomaron para anunciar el rating. Ratnage dice que "una agencia respondió en un plazo comprendido entre una semana y diez días y la otra en tres semanas.

¿ Ahora bien, qué supusieron las comisiones para R.T.Z.?. Ratnage menciona lo siguiente: " las comisiones las habíamos considerado como parte de nuestro coste de financiación. Con el interés que nosotros hemos ahorrado al acceder a los mercados norteamericanos, las comisiones merecía, considerablemente, la pena. Era crítico, desde nuestro punto de vista, acceder a los mercados norteamericanos."

" Ratnage estima que la totalidad de gastos de las agencias se elevaba a, escasamente, un uno por ciento del valor del programa de emisión de pagarés comerciales. (Commercial Paper, CP).

Indudablemente, y pese a los inconvenientes graves de todo proceso de evaluación y los costes derivados del mismo, el proceso de rating había merecido, claramente, la pena.

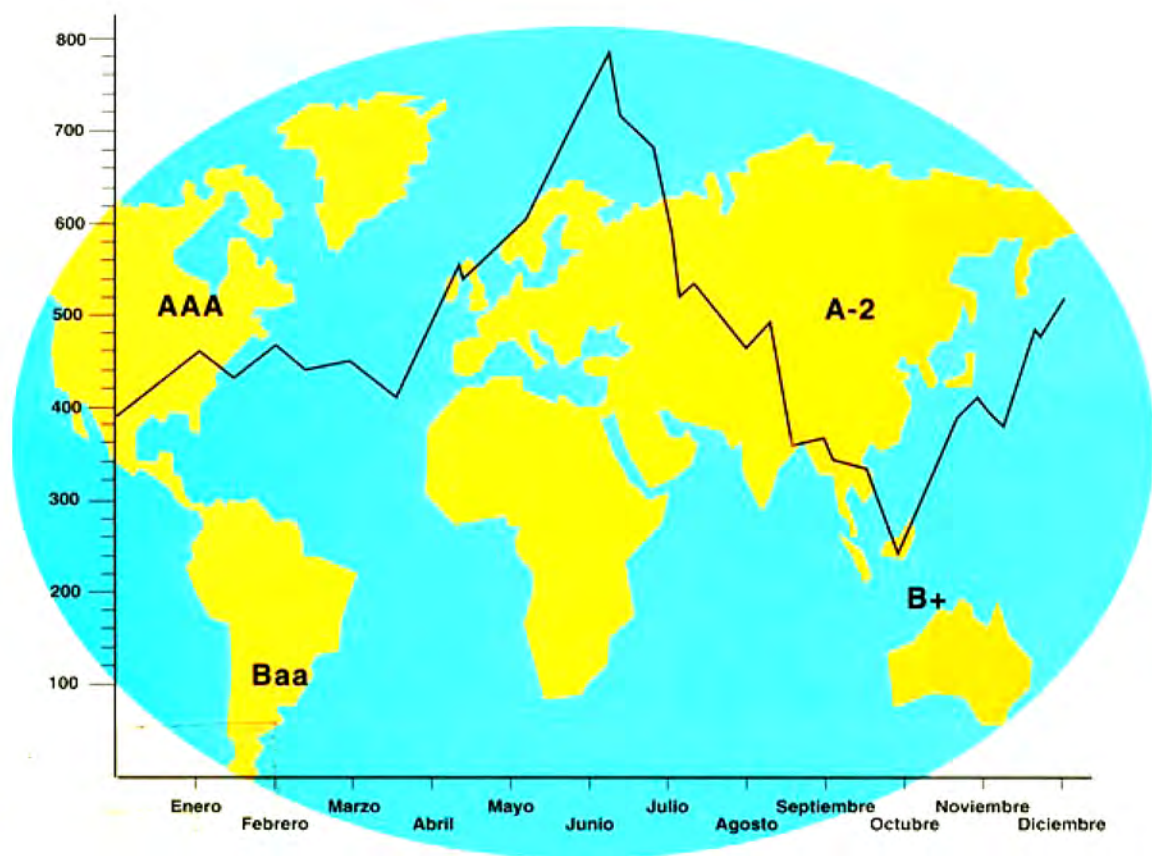
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 7.

LA TIPOLOGIA DEL RATING

7.1 INTRODUCCION.

La Calificación del riesgo que comenzó, centrándose en las emisiones de deuda pública internacional se ha ido ampliando a diversos ámbitos. La calificación de países soberanos y organismos internacionales se ha convertido en una referencia necesaria, y habitual de los mercados financieros internacionales.

7.2 EL RATING DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES DE DEUDA.

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

Así pues, la necesidad y difusión de la calificación se derivan del propio desarrollo y crecimiento de los mercados de deuda, que tienden a alejar al prestatario de los proveedores de fondos. Estos últimos necesitan un instrumento relativamente simple que les permita, de forma clara y sencilla, reconocer la calidad crediticia de un emisor de deuda, sobre el cual, posiblemente carezca de información conveniente y suficiente. En la medida en que además, la deuda emitida pueda tener, en cada caso, distintos mecanismos de

cobertura del pago de los intereses o de la devolución del principal, en ocasiones muy sofisticados, esa necesidad hay que hacerla extensiva a las emisiones concretas de una misma entidad, ya que el nivel de protección que tales emisiones ofrecen al inversor pueden ser muy diferentes.

Tradicionalmente, el rating se identifica con emisiones, así, la obtención de una calificación es un requisito imprescindible en la generalidad de las emisiones realizadas en los Estados Unidos y goza de especial consideración en determinados mercados, principalmente internacionales, tales como el euromercado (sobre todo en emisiones de eurobonos), radicando la importancia del rating, en estos supuestos, en su consideración como elemento indicativo de primer orden para los inversores, ya sean, institucionales o particulares.

En efecto, la calificación viene siendo un elemento que, cada día más, se va imponiendo como condición indispensable para todo emisor que desee recabar fondos de prestamistas, tanto nacionales como internacionales.

En la práctica, casi todos los títulos de renta fija emitidos por cualquier entidad puede obtener un rating.

Así se puede calificar los títulos emitidos por: Pagarés de Empresa, Bonos y Obligaciones, tanto, simples como convertibles o subordinadas, acciones preferentes, emisiones de titulización de activos, Empresas industriales, Entidades Financieras, Gobiernos soberanos, regionales, autonómicos y locales, así como, Supranacionales y, Fondos de Inversión de Renta Fija, Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Como regla general, nunca un emisor de un país puede superar el techo máximo que marca el rating de ese país.

7.3. EL RATING DE LOS PAISES. EL RIESGO-PAIS.

7.3.1. Introducción.

Sin duda alguna, una de las variedades más representativas del rating es su aplicación a los países soberanos.

Las oportunidades de inversores internacionales han aumentado considerablemente, derivadas, en buena medida, de los procesos de desregulación a los que estamos asistiendo.

Todo ello, incorpora el análisis fundamental de dichos emisores una componente de riesgo adicional al del propio emisor, que es el conocido como "riesgo-país".

Los "ratings de las emisiones internacionales estarán siempre limitados por el rating del país donde se encuentre ubicada la entidad emisora.¹

En este sentido antes de conceder un rating a un emisor, se debe determinar la calidad crediticia del país. Los rating de un país en divisas y moneda local representan un techo para cualquier entidad domiciliada en el mismo. El motivo de esta política estriba en la amplitud de poderes y recursos de un país que hacen que su solvencia sea superior a cualquier otro deudor dentro de la nación.²

Standard & Poor's considera que son, básicamente, cinco los elementos que deben tenerse en cuenta a la hora del "riesgo-país":³ las relaciones internacionales, la gestión, la estructura económica y crecimiento, el análisis presupuestario y flexibilidad, y la situación financiera.

Las relaciones intergubernamentales vienen dadas por la forma en que los diferentes niveles de gobierno encajan dentro de la estructura del sector público de un determinado país. El reparto de responsabilidades y de facultades impositivas coincide, normalmente, con un sistema de acuerdos financieros intergubernamentales que pueden resultar decisivos en las decisiones de rating. Estos acuerdos financieros intergubernamentales, según Standard & Poor's, pueden dividirse en: sistemas de pagos de transferencias; acceso a la base impositiva total; reparto de competencias; y capacidad de endeudamiento.

La estructura de la dirección así como los sistemas y controles de gestión son indicadores muy útiles de la estabilidad financiera

-
1. Incluso el propio "rating-país" parece verse limitado por el propio "rating de sus organismos locales" o, en el caso español de los Ayuntamientos. Este riesgo de que la calificación del país se vea influida por un excesivo endeudamiento de las Comunidades Autónomas y Administraciones Locales se puso, recientemente, de manifiesto y fue ampliamente recogido por la prensa. En este sentido ver, "La crisis financiera de los ayuntamientos pone en peligro la solvencia del Reino de España". "La Gaceta de los Negocios", Martes 27 de Octubre de 1.993, página 9.
 2. Standard & Poor's. "Ratings y Análisis: España". Julio 1.995., página 13.
 3. Standard & Poor's. "Ratings y Análisis: España". Julio 1.995., páginas 13 a 20.

acceso a base impositiva total; reparto de competencias; y capacidad de endeudamiento.

La estructura de la dirección así como los sistemas y controles de gestión son indicadores muy útiles de la estabilidad financiera futura de los gobiernos regionales y locales, especialmente, cuando las circunstancias, líderes y alianzas políticas pueden haber cambiado.

La estructura económica y el crecimiento incluye, en la opinión de Standard & Poor's, factores como características demográficas, nivel de adecuación de las infraestructuras, riqueza en recursos naturales y composición de la producción y el empleo.

El análisis presupuestario y la flexibilidad tienen en cuenta el tamaño, la estructura del gobierno regional o local, la línea de crecimiento del gasto en relación con el crecimiento de la población y la base fiscal. La flexibilidad tanto de gasto como de ingresos y el grado de cumplimiento presupuestario de los últimos años. Para Standard & Poor's el análisis fiscal se divide entre cuentas de explotación y cuentas de capital.

Finalmente, la situación financiera supone considerar sus prácticas contables, su liquidez, sus necesidades de financiación y su nivel de deuda.

En líneas generales, los elementos que se tienen en cuenta en la elaboración de un rating, son básicamente, los que siguen: las estructuras de interacción social, la dinámica política, y los fundamentos económicos, todos ellos enmarcados en unos determinados niveles de endeudamiento y de liquidez de los presupuestos provisionales, y de la balanza de pagos de un país. De hecho, cualquier régimen de libre movimiento de capitales incrementa el riesgo país, ya que los Gobiernos tendrán menos espacio para gestionar la economía, los movimientos de capitales especulativos pueden ser más pronunciados y la economía puede perder todo su potencial para generar divisas. Los mecanismos del mercado, por otra parte, pueden no funcionar al ocasionar costes políticos intolerables. Estos nuevos aspectos del riesgo país, aunque sean menos evidentes que el nivel de endeudamiento externo asumido por el Gobierno, deben ser necesariamente incorporados a la hora de evaluar la calidad de crédito de un país, tema central de este apartado.⁴

En esencia, el objetivo de un "rating-país" consiste en definir cual será la capacidad de los prestatarios, de un país determinado, para acceder a las divisas necesarias que le permitan atender el servicio de la deuda contraída en dichas divisas, o en caso extremo, determinar la probabilidad de que acontezca una suspensión de pagos internacional.

Algunos autores⁵ definen el "riesgo-país" como "la posibilidad de que el conjunto de los prestatarios de una determinada nación sean incapaces, en los momentos previamente establecidos para ello, de pagar los intereses y/o de devolver el principal de sus deudas a sus acreedores extranjeros".

La calificación es, en definitiva,⁶ "una medida de la capacidad y voluntad del Banco Central del mismo para abastecer de las divisas necesarias para atender el servicio de la deuda, incluyéndose la deuda del propio Gobierno Central. Hay que destacar que este rating no es, directamente, una evaluación de la salud financiera del Gobierno, sino que se refiere al nivel de endeudamiento total del país, incluyendo a los prestatarios del sector público y del sector privado."

Cuando se trata de valorar la capacidad de un país para atender su deuda, los aspectos centrales a estudiar partirán de un proceso de evaluación de la capacidad de pago del país.

Este proceso puede describirse como una búsqueda de los problemas estructurales, anomalías o rigideces que apuntan hacia vulnerabilidades a largo plazo en los modelos de generación de riqueza de un país. Ello incluye el análisis de un conjunto de factores políticos, económicos, sociales y culturales del país totalmente interrelacionados entre ellos. Todo lo anterior referido a la susceptibilidad de una merma de la riqueza a largo plazo y a la eficacia de los programas diseñados para corregir dicha merma una vez suceda.

4. Ver tesis doctoral de Ana M^a Olivera Casaucau, dirigida por Jaime Gil Aluja y presentada en la Universidad Central de Barcelona sobre "Las Agencias de Rating: Análisis funcional y aplicación al mercado español", página 270 y ss.

5. Ver Ontiveros, E., Bergés, A., y otros. "Mercados Financieros Internacionales". Capítulo 13 "Rating y Riesgo País" Ed Espasa Calpe. página 448.

6. Ver Olivera Casaucau, supra, página 271.

Probablemente, el principal problema con que nos encontramos para elaborar un "rating país" es la determinación de los elementos clave para confeccionar esta calificación.

Standard & Poor's⁷ resume en dos cuadros, los principales elementos a tener en cuenta para elaborar esta calificación.

Cuadro 1. Perfil metodológico del rating.

- a) Riesgo País.
- b) Relaciones intergubernamentales
 - . Transferencias intergubernamentales.
 - . Capacidad impositiva.
 - . Distribución de competencias.
 - . Regulación del endeudamiento.
- c) Gestión.
 - . Limitaciones legales.
 - . Sistemas de gestión y control.
 - . Relaciones laborales.
- d) Estructura económica y crecimiento.
 - . Características demográficas.
 - . Infraestructura.
 - . Recursos naturales.
 - . Composición de la producción y el empleo.
 - . Crecimiento económico y perspectivas.

7. Standard & Poor's. "Ratings y Análisis. España. Julio 1.995, número 5, páginas 17 y 18.

e) Análisis presupuestario y flexibilidad.

- . Estructura del gasto y tendencias.
- . Composición de los ingresos y la presión fiscal.
- . Superávit o déficit de explotación.
- . Gastos de capital y proyecciones.

f) Posición financiera.

- . Prácticas contables.
- . Gestión de tesorería.
- . Necesidad de financiación; proyecciones.
- . Nivel de deuda.
- . Entidades públicas y otras responsabilidades indirectas.

Cuadro 2. Principales indicadores.

a) Indicadores demográficos.

- . Crecimiento de la población.
- . Pirámide de población.

b) Indicadores económicos.

- . Renta per capita.
- . Crecimiento del producto interior bruto.
- . Inversiones.
- . Crecimiento del empleo.
- . Tasa de actividad.
- . Tasa de desempleo.

c) Indicadores financieros.

- . Superávit o déficit de explotación como porcentaje de los ingresos de explotación.
- . Superávit o déficit total con porcentaje de ingresos totales.
- . Crecimiento de los ingresos de explotación.
- . Transferencias como porcentaje de ingresos de explotación.
- . Crecimiento de los gastos de explotación.
- . Gastos de capital como porcentaje de gastos totales.
- . Gastos como porcentaje del producto interior bruto.
- . Porcentaje de gastos de capital no financiado con deuda.

e) Indicadores de deuda.

- . Deuda directa como porcentaje del producto interior bruto.
- . Deuda directa como porcentaje de ingresos de explotación.
- . Deuda total del sector público como porcentaje del producto interior bruto.
- . Deuda total del sector público dependiente de impuestos y tasas como porcentaje de ingresos de explotación.
- . Servicio de la deuda (intereses y principal) menos impuestos a cobrar como porcentaje de ingresos operativos.

7.3.2. Instrucciones para su confección.*I. INFORMACION GENERAL.*

- Extensión.
- Densidad de población.
- Tasa de crecimiento vegetativo.
- Población activa.
- Población activa/población (%).
- Concentración urbana.

- Emigrantes/inmigrantes (en cifras).
- Idioma.
- Religión.
- Distribución población activa (%).
- Agricultura.
- Industria.
- Servicios.
- PIB por sectores (%).
- Agricultura.
- Industria.
- Servicios.
- Recursos naturales.
- Indicadores de bienestar del país en estudio:
- Automóviles/1.000 habitantes. ().
- Teléfonos/1.000 habitantes. ().
- Televisores/1.000 habitantes. ().
- Consumo papel por/habitante. ().
- Renta per cápita. (\$ USA).
- Mapa.
- Pirámide de población.

II. SITUACION POLITICA.

- Tipo de Gobierno.
- Presidente.
- Primer ministro.
- Partidos Políticos:
- Gobierno.

- Oposición.
- Últimas elecciones.
- Próximas elecciones.
- Poder legislativo.
- Mayoría/Minoría mayoritaria (%).
- Poder Judicial.
- Sindicatos.
- Administración.
- Medios de Comunicación.
- Entorno.
- Bloques.
- Organismos.
- Gastos militares/PIB (%).
- Aspectos relevantes.
- Estabilidad política (de 0 a 10).

III. SITUACION ECONOMICA

- PIB (Mm \$ USA).
- Crecimiento real PIB (%).
- Renta per cápita (M \$ USA).
- Desempleo (% s/población activa).
- Inflación (%).
- Déficit público/PIB (%).
- Variación oferta monetaria (%).
- Tipos de interés.
- Consumo Privado/PIB (%).
- Gasto Público/PIB (%).
- Inversión bruta/PIB (%).

- Saldo balanza comercial/PIB (%).
- Saldo balanza invisible/PIB (%).
- Exportaciones bienes y servicios.
- Principales productos export. (%).
- Principales mercados export. (%).
- Importación bienes y servicios.
- Principales productos import. (%).
- Saldo balanza comercial (Mm \$).
- Saldo balanza corriente (Mm \$).
- Saldo balanza básica (Mm \$).
- Posición neta bancos (Mm \$).
- Reservas (excluye oro) (Mm \$).
- Tipo de cambio: 1\$=-
- Deuda exterior pública y privada (Mm \$).
- Deuda exterior pública y privada/PIB (%).
- Deuda exterior pública y privada a corto (Mm \$).
- Servicio deuda pública y privada (Mm \$).
- Servicio deuda pública y privada/PIB (%).
- Servicio deuda pública /Export. (%).
- Deuda pública exterior/Exportaciones (%).
- Deuda pública exterior/Reservas (%).
- Déficit Balanza corriente/Reservas (%)
- Importaciones/Reservas.
- Intereses deuda/Exportaciones-Import.mínimas (%).
- Servicio deuda/Reservas + FMI neto + bancos neto (%):

7.4. EL RIESGO PAIS: EL CASO ESPAÑOL.(*).

España como cualquier país es objeto, también de calificación por las agencias especializadas.

(*) Para la elaboración de este apartado hemos tenido muy presente el informe elaborado por Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1.995.

Las agencias van a valorar diversos datos⁸ desde una perspectiva general y desde puntos de vista concretos, prestando especial atención a los conocidos como "fundamentales económicos" (Economic Fundamentals), dinámica política (Political Dynamics) y perfil de deuda (Debt Profile).

La apreciación de estos factores lleva a la agencia de calificación a ofrecer su opinión sobre el país y a elaborar su rating.

Calificación de la deuda en divisas del Reino de España según la Agencia Moody's.

CORTO PLAZO	LARGO PLAZO
P-1	Aa2

Calificación de la deuda en divisas del Reino de España según la Agencia Standard & Poor's.⁹

CORTO PLAZO	LARGO PLAZO
A-1+	AA

8. Véanse las páginas siguientes en las que se incluyen datos utilizados por la Agencia Moody's para elaborar su último informe sobre España, hasta la fecha de cierre de esta publicación, de noviembre de 1.995.

9. Con fecha 7 de febrero de 1.996 la Agencia Standard & Poor's rebajó sus perspectivas de calificación de la deuda en divisas del Reino de España. Siempre dentro de la categoría "AA", Standard & Poor's calificó de "Estable" la deuda en divisas, en lugar de la valoración "Positiva", que le concedía hasta ese momento. La Agencia justificó esta decisión de revisar estas perspectivas por el "progreso, más lento de lo esperado, en la adopción de reformas estructurales" y en las dificultades planteadas para continuar la consolidación fiscal.



Moody's Investors Service

Global Credit Research

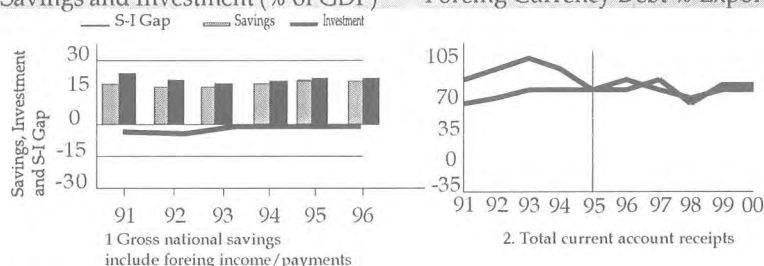
Spain

November 1995

Ratings

Category	Moody's Rating
Sovereign	
Foreign Currency	Aa2
Short-Term	P-1
Spain, kingdom of	
Foreign Currency	Aa2
Short-Term	P-1

Savings and Investment (% of GDP) Foreign Currency Debt % Exports¹



Domestic Statistics

Spain (Statistics in bold type)

Median of Aaa and Aa Rated Countries (Statistics in light type)

	1991	1992	1993	1994	1995F	1996F						
General Government Balance/GDP	-4.9	-2.1	-4.2	-3.7	-7.5	-4.3	-6.6	-3.9	-5.9	-3.1	-3.1	-4.4
Real GDP Growth Rate	2.2	1.3	0.7	1.5	-1.1	0.9	2.0	3.4	3.0	3.0	3.0	2.7
Inflation (GDP Deflator)	7.1	3.0	6.7	2.3	4.4	2.5	4.1	2.1	5.0	2.2	2.2	5.5
Unemployment Rate ³	16.3	6.8	18.4	7.5	22.7	8.6	24.2	9.1	22.0	8.3	8.3	20.0
Gross Investment/GDP	24.6	20.1	22.7	19.5	19.9	19.6	19.7	19.6	20.7	19.4	19.4	21.0
Short-term Rate ⁴	13.2	5.4	12.8	3.5	11.3	3.0	7.7	4.2	8.5	5.5	5.5	8.8

3. Refers to EPA. Median is based only on OECD countries only. 4 The auction average of 3-month U.S. Treasury bills is in light type

International Statistics

Spain (Statistics in bold type)

Median of Aaa and Aa Rated Countries (Statistics in light type)

	1991		1992		1993		1994		1995F		1996F	
Foreigns Curr. Debt (US\$ Bil)	103.9	-	-1334	-	130.6	-	138.1	-	150	-		16.5
Foreign Curr. Debt/GDP	19.7	37.3	23.2	38.5	27.3	41.7	28.6	39.3	26.6	36.5		26.1
Foreign Curr. Debt/Exports ⁵	91.7	75.2	103.6	77.4	111.6	91.2	107.0	91.1	92.5	90.8		88.6
Current Acct. Bal/GDP	-3.1	0.0	3.1	0.2	-0.5	0.4	-0.8	1.8	0.1	2.0		-0.7
Export Volume Growth ⁵	7.9	3.1	7.3	3.8	8.3	1.7	6.9	12.1	12.1	5.9		10.0

5. Exports of Goods and Services

Opinion

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain".
Noviembre 1.995.

In-Depth Analysis

Spain

S

Sovereign

SPAIN'S FOREIGN CURRENCY DEBT					
	1990	1991	1992	1993	1994
Foreign Currency Debt, Pesetas Billions					
Loans and Other Commercial Credits	3,709	4,646	6,847	8,846	9,409
International Non-bank Securities and Others	1,915	1,708	2943	6,570	4,986
Bank Debt Net of Interbank Foreign Currency Assets	3,720	4,447	3,870	1,209	4,099
Total [1]	9,344	10,801	13,660	16,625	18,494
Relative Size of Foreign Currency Debt					
% of GDP	18,6	19,7	23,2	27,3	28,6
% of Exports	91,2	91,7	103,6	111,6	107
Foreign Currency Debt, US\$ Billions					
Loans and Other Commercial Credits	36,4	44,7	66,9	69,5	70,2
International Non-bank Securities and Others	18,8	16,4	28,7	51,6	37,2
Bank Debt Net of Interbank Foreign Currency Assets	36,5	42,8	37,8	9,5	30,6
Total [1]	91,7	103,9	133,4	130,6	138,1

[1] External liabilities excluding net direct foreign investment, non resident holdings of securities, and liabilities of the banking system, for which BIS data is substituted.

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1,995

BALANCE PAYMENTS, PESETAS BILLIONS						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Trade Balance	-2,936.8	-3,159.2	-3,088.4	-1,896.7	-1,935.0	-2,345.0
Exports	5,656.2	6,224.7	6,757.3	7,876.5	9,936.3	11,855.0
Imports	-8,620.0	9,383.9	9,845.7	-9,773.2	-11,871.3	-14,200.0
Services Balance	1,200.6	1,252.7	1,264.2	1,435.5	1,900.3	2,400.0
Credits	2,828.7	3,046.9	3,450.4	3,952.3	4,538.9	5,100.0
o/w Tourism & Travel	(1,878.4)	(1,991.1)	(2,265.1)	(2,514.1)	(2,878.9)	(3,100.0)
Debits	-1,628.1	-1,794.2	2,186.2	-2,638.6	-2,638.6	-2,700.0
o/w Tourism & Travel	(429.3)	(473.4)	(566.0)	(-602.7)	(-551.7)	(-570.0)
Investment Income Balance	-359.1	-445.0	-587.7	-447.3	-1,060.3	-600.0
Credits	791.3	1,132.8	1,442.4	1,505.1	1,186.9	1,500.0
Debits	1,150	-1,577.8	-2,030.1	-1,952.7	-2,247.2	-2,100.0
Net Transfers	439.5	627.8	608.8	599.7	580.2	600.0
Inflows	972.0	1,374.0	1,534.0	1,560.0	1,630.0	1,650.0
Current Account Balance	-1,682.8	1,723.7	-1,803.1	-309.1	-514.8	55.0
(as % of GDP)	-3.4	-3.1	-3.1	-0.5	-0.8	0.1
Capital Account Balance	2,305.6	3,320.8	633.0	-48.7	595.3	-
Investment, Net	1,946.0	2,862.7	2,122.2	6,836.1	-2,056.5	-
Direct Investment, Net	1,059.9	833.7	1,144.8	690.2	744.1	-
Portfolio Investment, Net	886.1	2,029.0	977.4	6,145.9	-2,800.6	-
Other Long-term Capital, Net	50.9	348.1	965.0	757.6	-303.3	-
General Government	-17.1	-54.9	251.1	33.7	-63.3	-
Other Resident Sector	65.7	366.1	614.4	604.1	-90.8	-
Banks	2.3	36.8	99.5	119.8	-149.2	-
Short-term Capital, Net	308.7	110.0	-2,454.2	-7,642.4	2,955.1	-
General Government	51.4	-34.5	11.5	-91.7	148.0	-
Other Resident Sector	-434.3	-368.9	-803.2	-808.9	-819.4	-
Banks	691.6	513.4	1,662.5	-6,741.0	3,626.5	-
Errors & Omissions, Net	-87.0	107.7	607.8	215.9	88.3	-
Change in Reserves	-535.8	-1,704.8	562.3	141.9	-168.8	-

[1] A positive sign represents a loss in reserves, negative a gain

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1.995.

SPAIN'S INTERNATIONAL RESERVES (AT END OF YEAR, US\$ MILLIONS)						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total Reserves	57,237.9	71,345.2	50,709.4	47,147.0	47,55.4	-
Gold	6,009.9	5,523.2	5,205.4	6,102.0	5,986.4	-
Price of Gold, US\$/Ounce	385.0	353.6	333.3	390.7	383.3	-
Foreign Exchange	49,398.0	64,295.0	44,176.0	39,798.0	40,205.0	-
SDRS & IMF Reserves	1,830.0	1,527.0	1,328.0	1,247.0	1,364.0	-
Exchange Rates						
Pesetas per US\$ (Period Average)	101.93	103.91	102.38	127.26	133.96	-
Pesetas per US\$ (End of Period)	96.91	96.69	114.62	142.21	131.74	-
Spain's International Competitive- ness, 1990=100						
Real Effective Exchange Rate, % Change	6.2	1.7	0.6	-8.5	7.3	-
Unit Labor Cost in Manufacturing Sector, % Change						
Spain	4.2	4.4	9.0	0.6	-1.8	-
Germany	2.1	4.3	5.6	3.6	-6.1	-
France	4.2	3.5	1.9	2.2	0.0	-
Price of Exports, % Change						
Spain	2.6	1.4	1.0	5.0	4.2	-
Germany	0.1	1.3	1.0	0.3	1.0	-
France	1.8	0.4	2.7	-3.2	6.9	-
Exports of Goods & Services, Vol- ume Growth	3.2	7.9	7.3	8.3	17.7	12.1
						10.0

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spain". Noviembre 1.995.

DOMESTIC ECONOMIC STATISTICS						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GPD at Current Prices (Pesetas Billions)	50,145.2	54,900.2	59,002.1	60,904.3	64,673.0	69,943.8
GPD at 1990 Prices (Pesetas Billions)	50,145.0	51,269.0	51,269.0	51,054.0	52,064.0	53,625.9
GPD at Current Prices (US\$ Billions)	492.0	528.3	528.3	482.8	478.6	564.1
Contribution to Growth						
Real GDP Growth Rate	3.7	2.2	0.7	-1.1	2.0	3.0
Private Consumption	2.3	1.8	1.3	-1.3	0.6	1.2
Government Consumption	1.0	0.9	0.6	0.4	0.0	-0.1
Gross Fixed Investment	1.7	0.3	0.9	-3.5	0.1	1.8
Exports	0.6	1.5	1.5	1.8	4.2	3.8
Imports	1.9	2.3	1.8	1.5	-3.0	-3.8
Saving and Investment (% of GDP)						
Gross Domestic Product	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Private Consumption	62.4	62.4	63.1	63.2	63.2	62.4
Public Consumption	15.6	16.2	17.0	17.5	17.0	16.4
Gross Domestic Savings	22.0	21.4	19.9	19.3	19.8	21.1
Foreign Income	0.9	-1.0	-1.2	-1.1	-0.8	-1.0
Gross National Savings	21.1	20.4	18.7	18.2	19.1	20.1
Investment	25.4	24.6	22.7	19.9	19.7	20.7
S-1 Gap	4.3	4.2	-4.0	-1.7	0.7	-0.6
Inflation						
GDP Deflator, % Change, annual average	7.3	7.1	6.7	4.4	4.1	5.0
CPI, % Change, annual average	6.7	5.9	5.9	4.6	4.7	4.7
Money and Credit						
M2, % Change, Annual Average	17.5	12.0	0.4	5.0	6.6	-
Domestic Credit, % Change, Annual Average	10.6	7.0	5.3	0.7	12.7	-
Interest Rates						
Marginal Intervention Rate, Annual Average	14.6	13.2	12.8	11.3	7.7	8.5
Lending Rate (loans from 1 to 3 years), Annual Average	17.5	16.5	15.9	14.6	10.9	11.3

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1.995.

DOMESTIC ECONOMIC STATISTICS (CONTINUED)						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Labor Market Statistics						
Unemployment Rate	16.3	16.3	18.4	22.7	24.2	22.0
EPA (Encuesta De Población Activa)	15.6	15.2	14.9	16.6	17.1	15.0
Registered Unemployment	8.6	6.7	6.7	3.7	1.4	2.9
Unit Labor Cost, % Change						
Government Finance (% of GDP)						
Revenues	37.9	38.6	40.3	42.1	41.6	40.7
Expenditures	42.0	43.5	44.4	49.6	48.2	46.6
Net Borrowing Requirement (+Sur./- Def.)	4.1	4.9	4.2	-7.5	-6.6	-5.9
						-4.4
Public Sector Indebtedness, Pesetas						
Billions	22,615.0	25,145.0	28,498.0	36,421.0	40,550.0	44,400.0
(% of GDP)	45.1	45.8	48.3	59.9	62.3	64.1
o/w Central Government, Pesetas						
Billions	18,026.0	19,844.0	22,527.0	29,807.0	33,109.0	-
(% of GDP)	36.3	36.6	38.8	49.5	51.1	-
(% Held by Non Residents)	3.4	11.0	8.2	14.3	10.5	-

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1.995.

ECONOMIC AND SOCIAL STRUCTURE									
LEADING EXPORTS, % of Total		OPENNESS OF ECONOMY							
		1984	1988	1992	1994	1990 1992 1994			
Food, Beverage and Tobacco		12.0	13.0	12.5	12.8	Openness of Economy ¹			
Consumer Durables		11.9	14.3	20.4	20.7	18.68 16.85 22.41			
Machinery & Transport Equipment		9.8	11.5	12.9	12.1	MAJOR TRADING PARTNERS (EXPORTS ONLY)			
Intermediate Industrial Products		46.0	43.3	40.2	40.6				
Total Merchandise Exports, Pesetas Bil.		3743.04660.0	6757.0	9936.0		1988	%	1991	1994
						1 France	18.5	France	20.1
						2 Germany	12.0	Germany	14.2
						3 U.K.	9.8	Italy	9.2
						4 Italy	9.7	U.K.	8.2
						5 U.S.	7.8	Portugal	7.8
						PERCENTAGE OF GDP KIND ACTIVITY			
						1990 1991 1992 1993			
Total Merchandise Imports, Pesetas Bil.		4630.0	6989.0	9816.0	11781.0	Total GDP	100	100	100
						Agriculture & Forestry & Fishing	4.8	4.2	3.8
						Mining & Manufacturing	27.2	26.2	25.4
						Construction	9.7	9.9	8.9
						Service	58.2	59.6	61.7
POPULATION STATISTICS		1980	1985	1990	1993				
Population (Mil)		37.54	38.47	38.96	39.14				
Growth Rate (%) ²		1.07	0.49	0.25	0.09				
1. Average of exports plus imports / GDP				2. Average annual rates over the 5-year interval					

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research: "Spain". Noviembre 1.995

7.5. EL RIESGO PAIS EN LAS FUENTES DOCUMENTALES.

Diversas son las publicaciones especializadas en los mercados financieros internacionales que se ocupan tanto de publicar clasificaciones de países en función de distintos indicadores expresivos del riesgo atribuido a los mismos.¹⁰

Entre otras, caben destacar la revista "Euromoney" e "Institutional Investor".

Euromoney va a basar su sistema de clasificación, en "una combinación de datos objetivos e información subjetiva, esta última obtenida a través de una muestra de especialistas. Con esta forma de proceder se pretende atacar el problema que plantea la diversidad de los distintos países analizados, así como la distinta cantidad y calidad de información disponible sobre ellos".

Los indicadores manejados en base a los cuales se obtienen las puntuaciones finales de los países, así como las ponderaciones dadas a cada grupo de ellos son los siguientes:

1. Indicadores analíticos (50 por 100).
 - 1.1. Riesgo político. (20 por 100).
 - 1.2. Riesgo económico. (15 por 100).
 - 1.3. Indicadores económicos (15 por 100).
2. Indicadores crediticios (20 por 100).
 - 2.1. Experiencia en los pagos (15 por 100).
 - 2.2. Facilidad de renegociación (5 por 100).
3. Indicadores de mercado (30 por 100).
 - 3.1. Acceso a mercados internacionales de bonos (10 por 100).
 - 3.2. Distribución de papel a corto plazo (10 por 100).
 - 3.3. Acceso y descuento disponible en el forfaiting (10 por 100).

10. Ver Ontiveros, E., Bergés, A., y otros. "Mercados Financieros Internacionales". Capítulo 13 "Rating y Riesgo País" Ed Espasa Calpe. página 453 y siguientes.

Estos factores no pueden considerarse independientes entre sí "en la medida en que, por ejemplo, el mercado dispone generalmente de información y ya la tiene en cuenta, sobre los otros dos grupos de indicadores" ¹¹.

Institutional Investor, por su parte, proporciona una información más detallada que en el caso anterior, y posee una perspectiva histórica y geográfica mayor.

Esta revista para clasificar a cada país realiza un muestreo entre los principales bancos internacionales (se calcula que entre 100 y 125 nombres se mantienen estrictamente confidenciales) cada uno de los cuales proporciona su propia calificación de países, otorgando "una puntuación entre 0 (máximo riesgo) y 100 puntos (mínimo riesgo)" ¹². Con estos datos Institutional Investors pondera las respuestas mediante una fórmula (obviamente no especificada).

Sobre el análisis del "rating país", consideramos de interés remitirnos a dichas publicaciones y a los estudios sobre las mismas realizados, y a los que nos hemos referido en el presente apartado, para un más amplio y detallado estudio sobre la materia.

En cualquier caso, no queríamos terminar sin referirnos a otros publicaciones de especial interés en materia de "rating país", y a los que, también, nos remitimos.

En efecto, publicaciones como "The Economist Intelligence Unit", O.C.D.E. "Main Economic Indicators (países de la OCDE)" suponen fuentes de información de inestimable interés para confeccionar cualquier "rating país".

7.6. EL RATING DE LAS SUPRANACIONALES.

En este Capítulo vamos a ocuparnos del denominado "rating de las supranacionales", para ello, seguiremos el sistema utilizado por la agencia Standard & Poor's. ¹³

11. Ver Ontiveros, E., Bergés, A., y otros, supra, página 455.

12. Ver Ontiveros, E., Bergés, A., y otros, supra, página 457.

13. El presente Capítulo ha tenido muy presente las publicaciones de "Credit Review" de la agencia de calificación Standard & Poor's, en especial de 1.990.

Standard & Poor's ha calificado nueve entidades de préstamo multilaterales, que llamaremos MLI, o sea Multilateral Lending Institutions. Dichas MLI's se dividen en dos grupos:

—Las entidades financieras que prestan a los países subdesarrollados son:

- AFDB. (African Development Bank).
- ASDB. (Asian Development Bank).
- ADB. (Inter-American Development Bank).
- Banco Mundial. (World Bank. o International Bank for Reconstruction and Development).
- IFC. (International Finance Corporation).
- Las organizaciones de financiación europeas son:
- CERF. (Council of Europe Resettlement Fund).
- Eurofima. (European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock).
- EIB. (European Investment Bank).
- NIB. (Nordic Investment Bank).

Además Standard & Poor's ha analizado otras dos supranacionales, que son ECSC (European Coal and Steel Community) y EEC (European Economic Community).

En primer lugar, nos ocuparemos de analizar los criterios en los que se basa una agencia de rating para calificar una supranacional. Posteriormente, presentaremos el rating de las supranacionales, finalmente desarrollaremos el caso particular del Banco Europeo de Inversiones (European Investment Bank).

Las agencias de calificación, en el caso de las supranacionales, van a tener en cuenta los siguientes aspectos básicos:

- a) El apoyo o ayuda de los países miembros.
- b) Los límites en el reglamento y en la política.
- c) La posición financiera.

a. El apoyo o ayuda de los países miembros.

El apoyo de los países miembros es esencial para alcanzar una situación financiera que podríamos calificar de "sana u óptima" en el caso de las supranacionales.

Este apoyo va a depender, esencialmente, de tres factores:

** Los objetivos.*

Los miembros tienen que estar en total acuerdo con los objetivos, ya sean el fomento del desarrollo de un país subdesarrollado o el desarrollo de una región europea.

** La participación.*

Es preciso analizar, detenidamente, que proporción ocupan los países con el mejor rating (básicamente AAA), y si la estructura es coherente con la misión de la organización.

Dado que la deuda de las supranacionales no está garantizada por los gobiernos miembros, el soporte de los países miembros debe ser juzgado a través de medios menos directos: "callable capital" (disponible por los miembros para enfrentarse a la deuda de las supranacionales, indicador de la voluntad de los países miembros de soportar el Banco) no garantiza el principal y los intereses de la deuda de las supranacionales.

** Los aumentos de capital.*

Los aumentos de capital indican claramente la voluntad de los miembros de apoyar a la supranacional en cuestión.

b. Los límites en el Reglamento y en las Políticas.

Los límites expresados en el reglamento y las directrices definidas por las políticas pueden asegurar una buena situación financiera, y por lo tanto, mantener la confianza del mercado de capitales. Dichos límites se refieren a cuatro áreas fundamentales:

** La proporción máxima de los préstamos.*

Se considera el nivel máximo de préstamos concedidos respecto al capital y a las reservas. Para ello, se tienen en cuenta los

ratios relativos al nivel de préstamos en relación con el capital y las reservas (ratios de apalancamiento).

** Los límites de endeudamiento.*

En este apartado es posible estudiar qué límites se imponen las organizaciones respecto a su endeudamiento. Es decir, que cada dólar de fondos de los acreedores utilizado para financiar un préstamo está compuesto por un dólar de reservas y capital suscrito por accionistas.

** La liquidez y la gestión del activo/pasivo.*

Las MLI's deben mantener un alto grado de liquidez, y gestionar el activo y el pasivo de manera a minimizar los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, y de fecha de vencimiento.

En cuanto a haber y debe las supranacionales tienen como objetivo minimizar el riesgo de mercado repartiéndolo entre los miembros que prestan.

** La política de préstamos.*

Será preciso analizar qué garantías exigen las MLN's, y como mantienen el derecho de ser acreedor privilegiado. No podemos olvidar, en este apartado, que los préstamos de las supranacionales son, en la mayoría de los casos, protegidos por garantías de los Estados miembros.

c. La posición financiera.

Standard & Poor's se centra en cuatro aspectos para analizar la situación financiera:

** La Calidad del Activo.*

Se trata de estudiar la cartera de préstamos (riesgo de morosos, de posibilidad de renegociación de la deuda, etc).

** La Calidad del capital y el Apalancamiento.*

La calidad del capital se mide por la proporción del llamado "capital amortizable anticipadamente y la del "paid-in capital". Los

ratios de apalancamiento enseñan el grado de seguridad que el capital proporciona a los inversores.

* *La Liquidez.*

Los activos líquidos se comparan con los préstamos desembolsados y con las deudas.

* *La Rentabilidad.*

Las MLI's no buscan la maximización de los beneficios, pero tienen que cubrir costes y mantener márgenes suficientes para hacer adecuadas reservas.

El cuadro nº 1, que incluimos, a continuación, nos muestra una calificación otorgado por Standard & Poor's para una serie de supranacionales.¹⁴

Cabe distinguir, como se aprecia con claridad en el cuadro, que las emisiones a largo plazo, es decir la de más de un año, y las emisiones a corto plazo, es decir, las de menos de un año.

14. Los datos utilizados para elaborar el cuadro citado son los empleados por Standard & Poor's para el año 1.990, en su publicación "Credit Review".

Cuadro n° 1.

Multilateral lending institutions					
	Total assets ** (bil. \$)	Numbers of share-holders	% callable capital from AAA share-holders	—Ratings— Long-term Short-term	Rating outlook
African Development Bank	11.4	75	29.2	AAA/AA	N.R.
Asian Development	18.2	47	48.0	AAA	A-1+
Council of Europe Resettlement Fund	10.9	20	46.8	AA+/AA	A-1+
European Investment Bank	72.6	12	62.7	AAA	A-1+
Eurofima	10.6	16	65.0	AAA	A-1+
Inter-American Development Bank	28.8	44	43.9	AAA	N.R.
International Finance Cup	6.7*	135	N.A.	AAA	N.R.
Nordic Investment Bank	5.8	5	79.1	AAA	A-1+
World Bank	152.7*	151	54.1*	AAA	N.R.

* June 1990. ** Year-end 1989. A adjusted to exclude amounts receivable from members on subscriptions and loan loss provisions, and to include undisbursed loan commitments. N.R.: Not Rated; N.A.: Not applicable as all IFC capital is paid-in.

Este cuadro merece unas breves explicaciones sobre las calificaciones mencionadas.

NR: Not Rated, es decir, no calificado.

Emisiones a largo plazo:

AAA: Es el rating más elevado que puede asignar Standard & Poor's.

La capacidad de pagar los intereses y de devolver el principal es muy fuerte.

AA: Es una calificación excelente, pero, no alcanza los niveles de AAA.

La capacidad de pagar los intereses y de devolver el principal sigue siendo muy fuerte.

(+): Este signo es utilizado por la agencia de calificación para matizar una calificación dentro de una misma categoría.

Emisiones a corto plazo:

A-1: Supone una mejor categoría; un, muy alto, grado de seguridad.

(+): Características muy seguras.

Perspectivas:

Estable: Poca posibilidad que cambie una calificación.

7.7. EL RATING DE COMUNIDADES AUTONOMAS, GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES.

La Constitución Española de 1.978¹⁵ configura al Estado español, desde el punto de vista territorial, en Comunidades Autónomas, reconociendo el derecho de sus regiones a su autonomía, señalando los principios básicos que debían regular los principios básicos que debían regular la transferencia del Gobierno Central a los Gobiernos regionales o autonómicos.

Entre los años 1.979 y 1.983 se estableció, finalmente, un sistema compuesto por 17 Comunidades Autónomas.

La agencia Moody's, estima que, en función del grado de responsabilidad que asumen, se pueden distinguir, tres grandes tipos de Comunidades Autónomas, las que están dispuestas a asumir el mayor número posible de competencias y responsabilidades que les confiere la Constitución Española, en el menor tiempo posible, ("fast track communities"), aquellas que asumen un menor número de competencias y en un tiempo mayor ("slow track communities"), y, en tercer lugar, un número de Comunidades que han retenido ciertos derechos históricos ("régimenes forales"), permitiéndoles un sistema de autonomía fiscal.

Existen cuatro régimenes forales, o Diputaciones Forales, el Régimen Foral de Navarra, que tiene, además, su estatuto de Comunidad Autónoma, y los tres Régimenes Forales de Alava, Vizcaya y Guipúzcoa, que forman la Comunidad Autónoma del País Vasco.

La diferencia y diversidad en los grados de responsabilidad y autonomía financiera hacen difícil para las agencias de calificación, comparar el cumplimiento de las obligaciones financieras de los gobiernos de las Comunidades Autónomas.¹⁶

Aunque las Comunidades Autónomas españolas hace sólo unos años que han debutado en los mercados de capitales, su

15. La Constitución española en su artículo 137 señala que "El Estado se organiza territorialmente en municipios, en provincias y en las Comunidades Autónomas que se constituyan. Todas estas entidades gozan de autonomía para la gestión de sus respectivos intereses".

16. Resulta de especial interés consultar sobre esta materia: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". December 1.994, página 8.

importancia como emisores de títulos de renta fija ha crecido rápidamente, si bien, sólo las Comunidades de mayor tamaño y dotadas de mayor complejidad financiera han acudido a los mercados de capitales mientras que las más pequeñas continúan sin acceder a estos mercados y por tanto a calificaciones.

En la actualidad las emisiones de bonos de las Comunidades Autónomas representan el 20% del total de las realizadas por instituciones españolas, incluyendo las del Gobierno Central.¹⁷

Las dos grandes agencias de calificación Moody's y Standard & Poor's se han ocupado de la necesidad de calificar a las Comunidades Autónomas y sus emisiones.

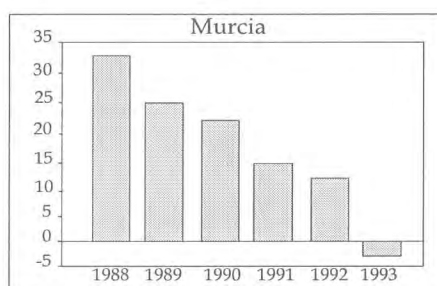
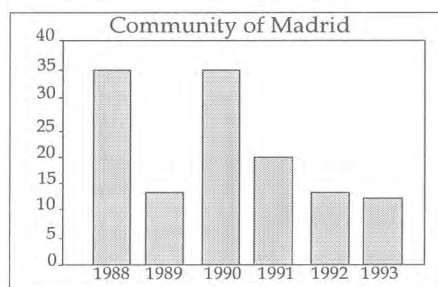
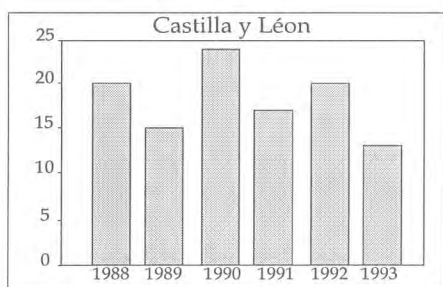
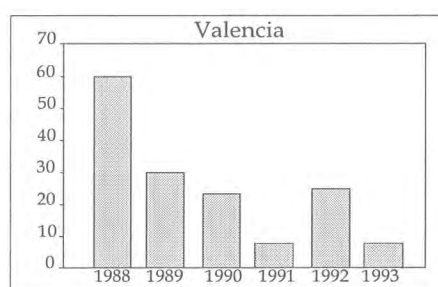
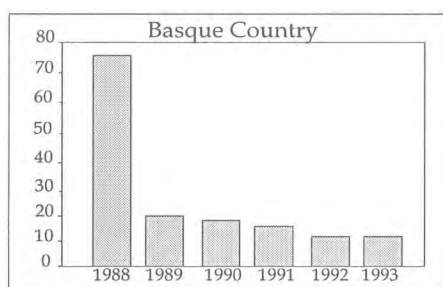
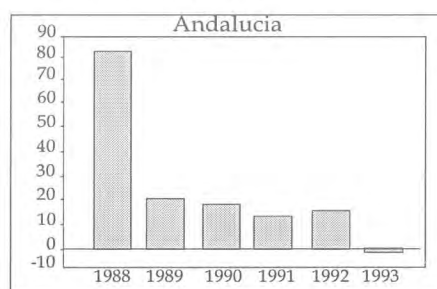
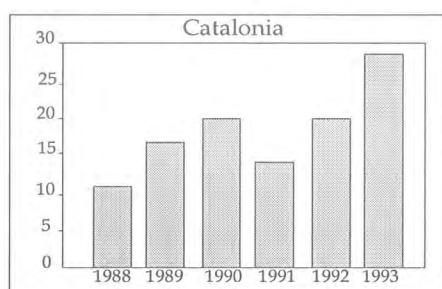
Para Moody's,¹⁸ dada la diversidad de responsabilidades de las distintas Comunidades Autónomas, no se pueden comparar los diversos "ratios" financieros de forma mecánica. Por ello, un análisis financiero comparativo de las Comunidades Autónomas es más significativo cuando se lleva a cabo dentro de los tres grupos descritos ("fast track", "slow track" y Regímenes forales).

Moody's considera que existen cuatro criterios que deben ponderarse "Current Operations"; "Capital Expenditures"; "Deficits/Surpluses" y "Unbalanced Budgets".

17. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "La Situación Financiera de las Comunidades Autónomas". Julio. 1.995, páginas 5 a 12.

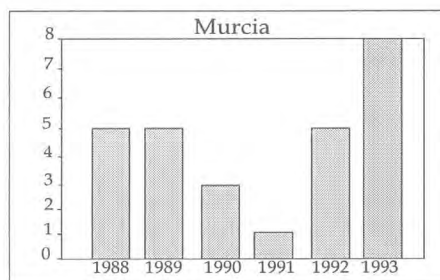
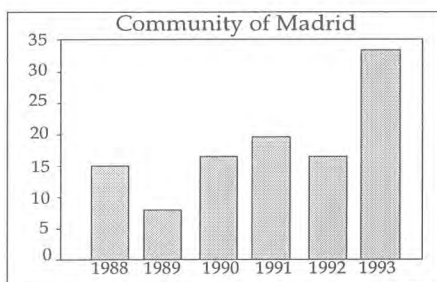
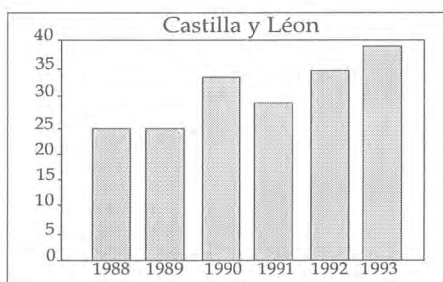
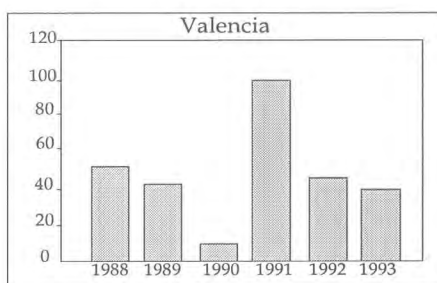
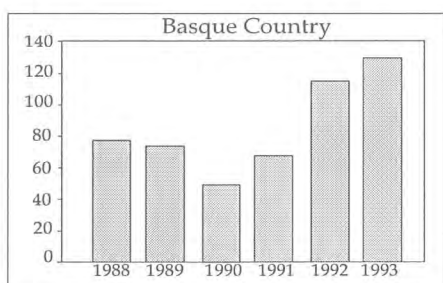
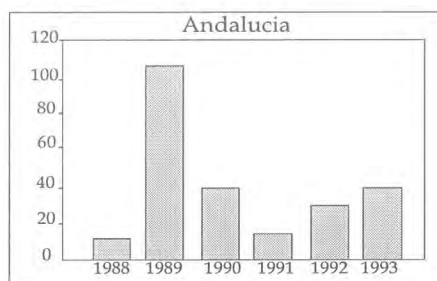
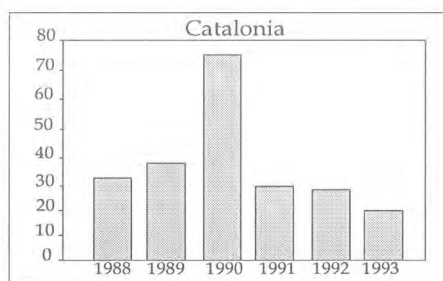
18. Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The Financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1.994, páginas 14 a 21.

INCREASE IN CURRENT EXPEDITURES (%)



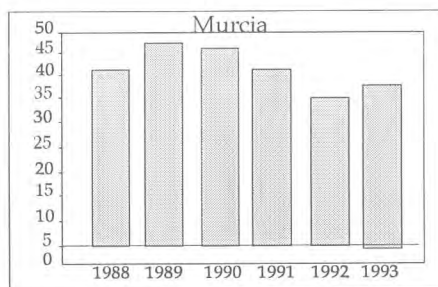
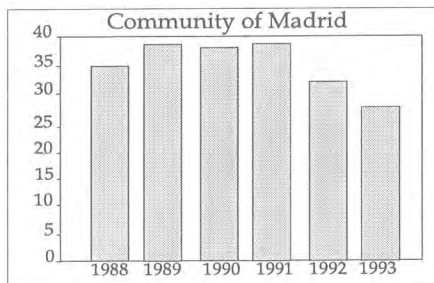
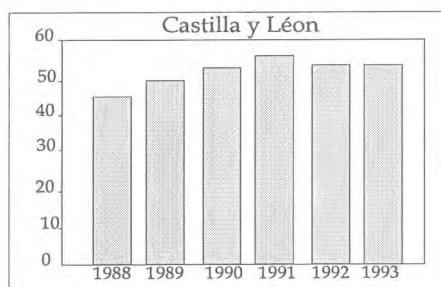
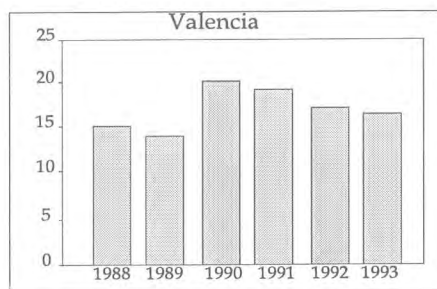
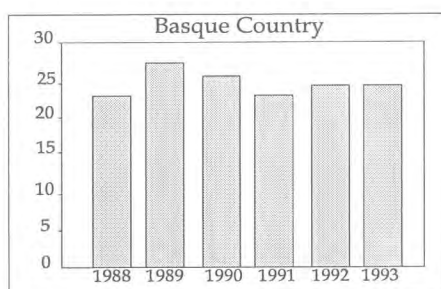
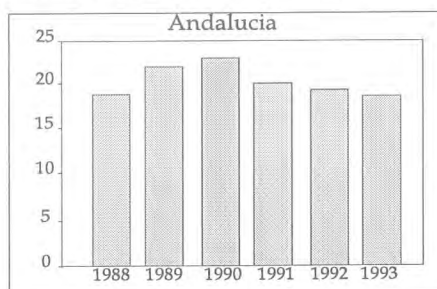
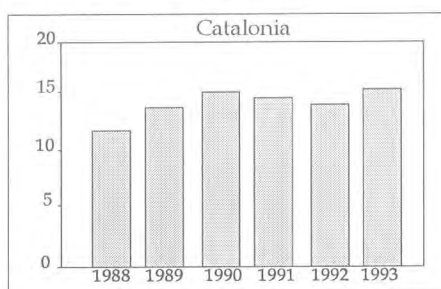
Fuente: Moody's Investors Service, Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The Financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1994

LEVEL OF SAVINGS



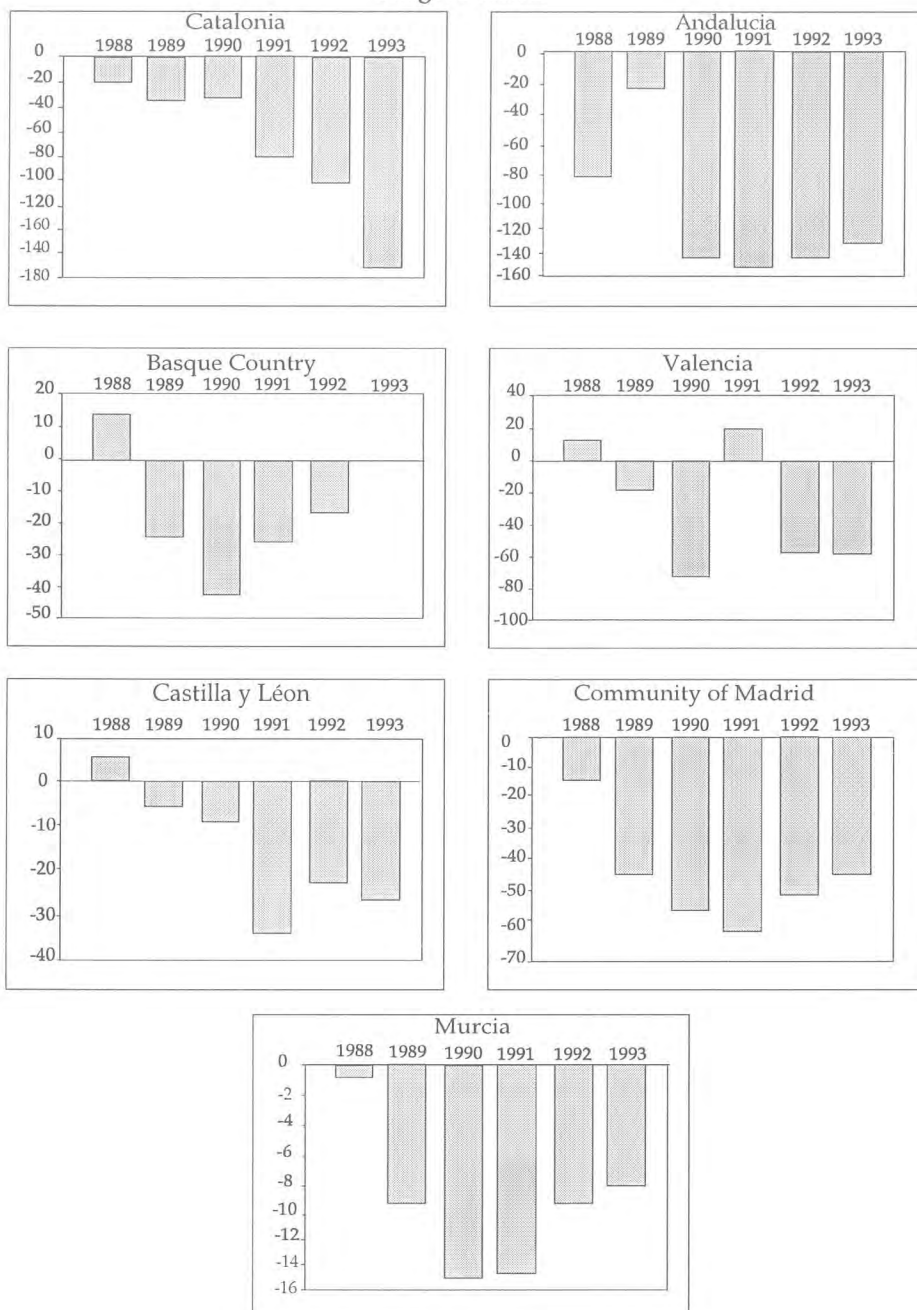
Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1994.

CAPITAL EXPENDITURES / TOTAL EXPENDITURES (%)



Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The Financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1994

Budget Deficits



Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The Financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1994

Generalitat de Catalunya

Long-Term Debt Rating A1

The Generalitat de Catalunya (an autonomus community on the “fast track”) will have to absorb very high levels of deficit and indebtedness. In this context, we expect it to follow the scheduled fiscal targets agreed upon with the Central Government. These targets, to date, have been broadly missed. At its current level, the credit outlook is well positioned.

CREDIT OPINION AND RATING RATIONAL

Economic Profile (as a percent of total regional GDP)		
Basic Economic Sectors	Year 1990	Year 1993
Agriculture & Fishing	1.95%	1.63%
Industry	32.51%	27.85%
Construccion	6.65%	6.24%
Services	58.89%	64.28%

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities". "The Financial Performance of the Spanish Local Governments". December 1994.

GENERALITAT DE CATALUNYA							
Summary	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Total Revenue	616.0	676.9	789.0	971.6	1048.3	1242.4	1296.5
% change		9.89	16.56	23.52	7.56	18.52	4.35
Current Revenue	587.80	649.20	759.10	928.70	996.80	1181.44	1243.83
Taxes/Fees	87.00	127.20	151.30	203.80	197.40	212.50	212.19
Transfers	500.80	522.00	607.80	724.90	799.40	969.94	1031.64
Current Expenditures	544.00	616.10	717.00	853.30	966.50	1153.10	1225.07
% change		11.21	16.38	19.01	13.27	19.31	6.24
Current Savings	33.80	33.10	42.10	75.40	30.30	28.34	18.76
% current revenues	5.75	5.10	5.55	8.12	3.04	2.40	1.51
Capital Expenditures	81.60	83.10	106.40	154.70	174.00	197.90	237.64
%change		1.84	28.04	45.39	12.48	13.74	20.08
Capital Income	28.20	27.70	29.90	45.90	51.50	61.00	52.67
% total revenues	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04
Non-Debt Financed Investment (%)	75.98	73.16	67.67	78.41	47.01	45.15	30.06
Investment / Total Expenditures (%)	12.84	11.89	12.92	15.35	15.26	14.65	16.25
Balance	-19.60	-22.30	-34.40	-33.40	-92.20	-108.56	-166.21
% total revenues	-3.18	-3.29	-4.36	-3.43	-8.80	-8.74	-12.82
Budget Unbalance (-)	-2.60	-9.40	-5.80	-4.60	-23.40	-49.37	-49.08
Debt Information							
Amortization	2.90	2.50	7.90	14.00	15.00	23.30	35.27
Gross Borrowing	19.90	15.40	36.50	42.80	83.80	82.49	152.40
% current revenues	3.39	2.37	4.81	4.61	8.41	6.98	12.25
Long Term Debt	185.10	190.40	222.30	238.30	307.10	366.29	519.99
% change		2.86	16.75	7.20	28.87	19.27	41.96
% total revenues	30.05	28.13	28.17	24.45	29.29	29.48	40.11
Short Term Debt	27.72	30.46	35.51	41.00	50.70	150.00	243.64
% change		9.89	16.56	15.48	23.66	195.86	62.42
Total Debt	212.82	220.86	257.80	279.30	357.80	516.29	763.63
% total revenues	34.55	32.63	32.67	28.66	34.13	41.55	58.90
Guarantees	0.00	0.00	53.30	65.50	81.80	105.90	138.10
% total revenues	0.00	0.00	0.07	0.07	0.08	0.09	0.11
Total Debt + Guarantees	212.82	220.86	311.10	344.80	439.60	622.19	901.73
% total revenues	34.55	32.63	39.43	35.38	41.93	50.08	69.55
Debt Service	24.20	22.80	35.20	43.20	41.93	72.60	92.75
Debt Service Ratios							
% current revenues	4.12	3.51	4.64	4.65	5.01	6.15	7.46
% total revenues	3.93	3.37	4.46	4.43	4.76	5.84	7.15
Interest Payments	21.30	20.30	27.30	29.20	34.90	49.30	57.48
interest coverage	2.59	2.63	2.54	3.58	1.87	1.57	1.33

Fuente: Moody's Investors Service. Global Credit Research. "Spanish Regional Governments and Municipalities", The Financial Performance of the Spanish Local Governments", December 1994.

RATINGS A CORTO Y LARGO PLAZO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS ESPAÑOLAS.(*)

Cuadro nº 2.

EMISOR	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO
Comunidad de Madrid	-	A1
Comunidad de País Vasco	-	Aa2
Comunidad de Cataluña	-	A1
Comunidad de Castilla-León	-	Aa3
Comunidad de Murcia	-	A2
Comunidad de Andalucía	-	Aa3
Comunidad de Valencia	P-1	Aa3
D.F. de Alava		Aa2
D.F. Guipúzcoa		Aa2
D.F. Vizcaya		Aa2

(*) Se incluyen, también las Diputaciones Forales.

Fuente: Moody's Investors Service. Fecha en vigor: 14 febrero 1.996.

Por su parte, Standard & Poor's ha hecho público los ratings de 6 Comunidades Autónomas de entre las 17 que componen el sistema español, Para Standard & Poor's (Ver Cuadro 3) las Comunidades con ratings se encuentran en un nivel alto dentro de la categoría de inversión, con escasas variaciones entre ellas. Esto no quiere decir, según Standard & Poor's, que todas las Comunidades Autónomas se situarían en estos niveles. Simplemente significa que, como frecuentemente ocurre con los rating, los emisores con una mejor calidad de crédito son lo que antes solicitan la calificación.

Standard & Poor's sigue sus "criterios internacionales de rating para gobiernos regionales" al analizar las Comunidades Autónomas españolas.¹⁹ Sin embargo, y al igual que en todos los países, el sistema español tiene algunas peculiaridades.

Standard & Poor's considera que existen una serie de aspectos que pueden resultar de interés al analizar las Comunidades Autónomas: la posibilidad de apoyo del Estado; la dificultad de efectuar comparaciones dentro del sistema; La importancia de la economía regional y, los principios contables.

En líneas generales, Standard & Poor's considera que "las Comunidades Autónomas se benefician de un sistema de financiación estable, aunque todavía en evolución, y cree que, siempre en términos generales, gozan de una buena salud financiera.

Sin embargo, existen diferencias de calidad crediticia importantes debido a las distintas características económicas, financieras y presupuestarias de cada Comunidad. Los "ratings" de la mayoría de las Comunidades Autónomas estarían probablemente distribuidos dentro de la categoría de inversión, aunque problemas de tipo político o gestión podrían colocar algún rating en la categoría especulativa. A pesar del fuerte crecimiento experimentado en los últimos años, los niveles de deuda actuales son moderados, comparándose favorablemente con los estándares internacionales".²⁰

19. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "La Situación Financiera de las Comunidades Autónomas: Algunos aspectos analíticos importantes". Julio. 1.995, página 7.

20. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "La Situación Financiera de las Comunidades Autónomas", página 12.

Tal vez uno de los aspectos más interesantes a la hora de abordar las calificaciones o "ratings" de los gobiernos regionales y locales, sea los criterios que las agencias emplean para analizar y otorgar sus calificaciones.

Estos criterios²¹ van a tener en cuenta el **Riesgo-País**, ya que, como sabemos los "ratings" de un país en divisas y moneda local representan un techo para cualquier entidad domiciliada en el mismo.

También van a prestar importancia a las **Relaciones Intergubernamentales**, dado que el reparto de responsabilidades y de facultades impositivas coincide normalmente con un sistema de acuerdo financieros intergubernamentales que pueden resultar decisivos en las decisiones de rating.

En este sentido el análisis de los acuerdos financieros intergubernamentales pueden dividirse en cuatro grandes áreas: las transferencias intergubernamentales (que pueden ser una fuente de ingresos y/ o una responsabilidad de gasto); la facultad impositiva (la autoridad de un gobierno regional o local para gestionar impuestos es clave en la determinación de su flexibilidad en la generación de ingresos; las competencias (se examinará para determinar si los ingresos se adecuan al nivel y tipo de servicios que se han de suministrar; la capacidad de endeudamiento (algunos gobiernos regionales y locales pueden emitir deuda con total autonomía mientras otros necesitan la aprobación del gobierno central y/o la coordinación de sus planes de endeudamiento con otros gobiernos.

La **Gestión** es objeto de especial análisis por parte de Standard & Poor's, estudiando la estructura de la dirección así como los sistemas y controles de gestión como indicadores muy útiles de la estabilidad financiera futura de los gobiernos regionales y locales, especialmente cuando las circunstancias, los líderes y las alianzas políticas pueden haber cambiado.

La **Estructura Económica y Crecimiento**, entendiendo por tal, factores como características demográficas, nivel de adecuación de las infraestructuras, riqueza en recursos naturales y composición de la producción y el empleo, es otro elemento a analizar.

21. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "Criterios de Standard & Poor's para analizar gobiernos regionales y locales", páginas 13-18.

El Análisis Presupuestario y la Flexibilidad que, según Standard & Poor's, va a tener en cuenta el tamaño y estructura de gobierno regional o local, la línea de crecimiento del gasto en relación con el crecimiento de la población y la base fiscal, la flexibilidad tanto de gastos como de ingresos y el grado de cumplimiento presupuestario de los últimos años.

Finalmente, la **Situación Financiera**, lo que va a suponer considerar sus prácticas contables, su liquidez, sus necesidades de financiación y su nivel de deuda. Standard & Poor's utiliza varias medidas del nivel de deuda, incluyendo la deuda directa y garantizada del gobierno así como la deuda total del sector público de una determinada región o municipio. Esta última medida incluye la deuda de todas las entidades gubernamentales que sirven a la misma población y, en términos amplios, comparten la misma base fiscal.

Para todo ello, Standard & Poor's va a tener en cuenta unos "principales indicadores",²² que se pueden resumir en cuatro: indicadores demográficos, económicos, financieros, y de deuda.

Estos cuatro indicadores van a tener, a su vez, en cuenta distintos aspectos. Así los indicadores demográficos se centrarán, por ejemplo, en el crecimiento de la población y en la estructura de la pirámide poblacional.

Los indicadores económicos, contemplarán, la renta per cápita, el crecimiento del producto interior bruto, las inversiones, el crecimiento del empleo, y la tasa de desempleo, entre otros.

Los indicadores financieros, recogerán desde el superávit o déficit de explotación como porcentaje de los ingresos de explotación pasando por los gastos de capital como porcentaje de gastos totales hasta los porcentajes de gastos de capital no financiado con deuda.

Finalmente, los indicadores de deuda se centrarán en la deuda directa como porcentaje del producto interior bruto, la deuda directa como porcentaje de ingresos de explotación, la deuda total del sector público como porcentaje del producto interior bruto, la deuda total del sector público dependiente de impuestos y tasas como porcentaje de ingresos de explotación.

22. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "Criterios de Standard & Poor's para analizar gobiernos regionales y locales", página 17.

**RATINGS A CORTO Y LARGO PLAZO DE LAS
COMUNIDADES AUTONOMAS ESPAÑOLAS.**

Cuadro nº 3.

EMISOR	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO
Comunidad de Madrid	A-1 +	AA
Comunidad de País Vasco	-	AA
Comunidad de Cataluña	A-1+	AA-
Comunidad de Galicia	A-1+	AA-
Comunidad de Islas Baleares		AA-
Comunidad de Valencia	A-1+	AA-

Fuente: Standard & Poor's. "Ratings y Analisis". **Julio 1.995.**

INDICADORES ECONÓMICOS									
	PIB por habitante índice (Esp=100)	Reta disponible por habitante	Crecimiento PIB 1985-1993 (%)	Tasa desempleo (%)	Población (miles)	PIB por sectores (%)			
						Primario	Industria*	Servicios	
Forales									
Navarra**	116	107	45.2	14.0	520	5.22	41.12	53.66	
País Vasco	108	99	29.5	24.9	2109	2.00	37.98	60.02	
Vía lenta									
Aragón	105	105	30.0	17.7	1188	6.04	34.78	59.18	
Asturias	88	96	21.0	21.4	1089	3.63	38.97	57.40	
Baleares	142	128	32.3	20.2	713	1.70	16.10	82.21	
Cantabria	92	95	27.6	21.3	528	5.77	29.87	64.36	
Castilla la Mancha	80	89	38.5	20.5	1667	10.97	35.37	53.66	
Castilla León	92	97	37.2	20.4	2548	11.34	33.42	55.24	
Extremadura	66	78	31.2	30.5	1066	11.64	29.01	59.35	
Madrid	130	108	30.8	19.7	4986	0.22	20.77	79.01	
Murcia	81	92	33.8	25.6	1056	8.86	29.28	61.86	
Rioja (La)	111	115	39.4	15.5	264	9.40	35.50	55.10	
Vía rápida									
Andalucía	69	81	33.3	34.2	7002	8.57	24.08	67.35	
Canarias	99	93	39.4	28.5	1511	3.43	19.24	77.33	
Cataluña	124	120	37.8	21.5	6091	1.63	34.09	64.28	
Galicia	84	96	35.0	18.8	2727	8.44	30.02	61.54	
Valencia	104	107	36.0	24.2	3874	3.26	30.89	65.85	
ESPAÑA	100	100	34.1	23.9	39063	4.51	29.24	66.25	
* Incluye construcción									
** Datos de 1992									

Fuente: Standard & Poor's. "Ratings y Analysis: La situación Financiera de las Comunidades Autónomas". Julio 1995

INDICADORES FINANCIEROS Y PRESUPUESTARIOS 1993									
	Presupuesto (%)	Superávit corriente/Ingresos corrientes (%)	Déficit presupuestario*/Ingresos corrientes (%)	Inversión/Gastos totales (%)	Tasa de autofinanciación ** (%)	Intereses/Ingresos corrientes (%)	Deuda***/Ingresos corrientes (%)	Deuda****/PIB (%)	
Forales									
Navarra ****	24.60	6.80	(26.52)	28.70	24.50	0.20	23.70	4.40	
País Vasco	16.88	2.60	(7.58)	20.40	47.90	3.90	28.30	4.10	
Vía lenta									
Aragón	4.80	11.80	(44.58)	43.20	33.10	12.90	125.90	3.60	
Asturias	6.80	29.80	(15.23)	44.70	58.60	12.30	82.80	2.90	
Baleares	2.99	38.00	(8.32)	48.30	81.64	14.20	113.10	2.50	
Cantabria	5.90	18.10	(3.45)	22.90	85.71	17.40	111.60	5.50	
Castilla la Mancha	10.50	20.30	(6.25)	33.10	79.10	3.70	27.50	2.20	
Castilla León	5.60	28.10	(16.46)	50.70	175.80	7.40	52.80	1.90	
Extremadura	9.20	28.50	(21.64)	58.10	71.90	10.80	99.30	4.90	
Madrid	2.76	17.40	(17.61)	34.80	57.65	15.90	120.60	2.50	
Murcia	5.10	16.30	(13.74)	37.10	65.10	16.80	169.10	6.00	
Rioja (La)	5.20	22.20	(5.73)	32.50	66.00	13.70	89.00	3.60	
Vía rápida									
Andalucía	20.87	4.80	(6.37)	17.30	62.66	4.60	33.20	6.00	
Canarias	12.00	8.70	(11.28)	25.90	59.60	3.30	43.290	3.80	
Cataluña	11.63	1.50	(12.49)	15.60	26.09	4.60	41.20	4.10	
Galicia	13.31	9.10	(16.48)	31.90	52.61	6.00	63.70	6.40	
Valencia	12.22	6.00	(8.32)	15.50	47.46	4.40	37.90	4.50	

*Superávit corriente-inversiones+venta de activos+transferencias de capital

** (Superávit corriente+transferencias de capital) como % de (inversiones+pago de deuda+ variación neta de activos financieros)

*** Fuente: Banco de España (sólo incluye la deuda a medio y largo plazo)

**** Datos de 1992

Fuente: Standard & Poor's. "Ratings y Análisis: La situación Financiera de las Comunidades Autónomas", Julio 1995

7.8. EL RATING INDUSTRIAL.

Las diversas agencias de calificación elaboran también una serie de "ratings" sobre industrias o compañías pertenecientes a sectores industriales.

Factores, tales como, las tendencias en un mundo más competitivo y la importancia de la industria en la economía del país, son evaluados cuidadosamente.

En efecto, el rating industrial supone la segunda fuerza en una agencia de rating (el rating soberano suele ser la primera).

Entre los diversos factores que se tienen en cuenta a la hora de elaborar esta clase de rating figuraran los siguientes:

—La naturaleza del valor creado para la industria, incluyendo el grado de intervención gubernamental en tiempos de crisis.

—La vulnerabilidad de la industria a los ciclos económicos, destacando la madurez de la industria y el crecimiento relativo esperado.

—Los competidores domésticos y globales, en especial, la existencia de, ayudas, subsidios o, en general, ayudas potenciales de carácter gubernamental. Por ejemplo, las diversas ayudas de los gobiernos que disfrutaban muchas de las industrias del cobre del Tercer mundo han creado un abastecimiento al que continuarán estando vinculadas durante mucho tiempo.

—Las tendencias de carácter regulatorio, entendiendo por tales los marcos legales aplicables a la industria, las medidas legales que existan o puedan existir en favor de concesiones de legislaciones fiscales más favorables de apoyo a la industria.

—Las barreras de entrada, o por el contrario la inexistencia de las mismas, que puedan afectar a los posibles competidores de la industria.

—Los tipos de cambios, dedicando especial atención a los efectos que las políticas monetarias internacionales pueden tener sobre los tipos de cambios, y, su impacto en la totalidad de beneficios de la industria.

—Los costes de los factores prestando especial interés en materia de relaciones laborales y conflictividad laboral.

Aunque es difícil de cuantificar, la gestión, como no podía ser menos, es objeto de atención, dado su carácter de factor clave.

Esta gestión o "management" incluye el análisis de los siguientes aspectos:

- Filosofía y Dirección estratégica, enfatizando en los criterios de inversión, adquisiciones, política de la compañía, etc.
- Historial de respuesta a las situaciones de crisis.
- Conservadurismo demostrado en la política de la empresa.
- Equilibrio entre los planes de inversión a largo y corto plazo.
- Tasa de retorno real conseguido.
- Relación entre la estructura organizacional y las estrategias de dirección.
- Sistemas de control: Auditoría interna y control financiero.

También deberá tenerse en cuenta la "posición de la empresa respecto a la economía en general y respecto de la industria del sector en el que se halle inmersa". Asimismo, deberá estudiarse, la capacidad de generar flujos en diferentes condiciones económicas.

Para ello, será esencial determinar:

- La cuota de mercado relativa, en términos regionales, nacionales, o internacionales.
- Las tendencias de crecimiento.
- La diversificación de las líneas de negocio.
- La diversificación de las líneas de ingreso.
- La estructura de costes de la empresa.

El análisis de éstos elementos es principalmente cualitativo, enfocándose en las características fundamentales del emisor, en cómo afectarán éstas a los flujos previstos, y en la capacidad del emisor de responder a la incertidumbre.

El análisis cuantitativo es importante, pero sólo adquiere sentido si se relaciona con el nivel de riesgo inherente. Entre los ratios más importantes podemos mencionar:

- El coeficiente de caja.
- El coeficiente de garantía.
- Los límites de inversión.
- Activos fijos y valores.

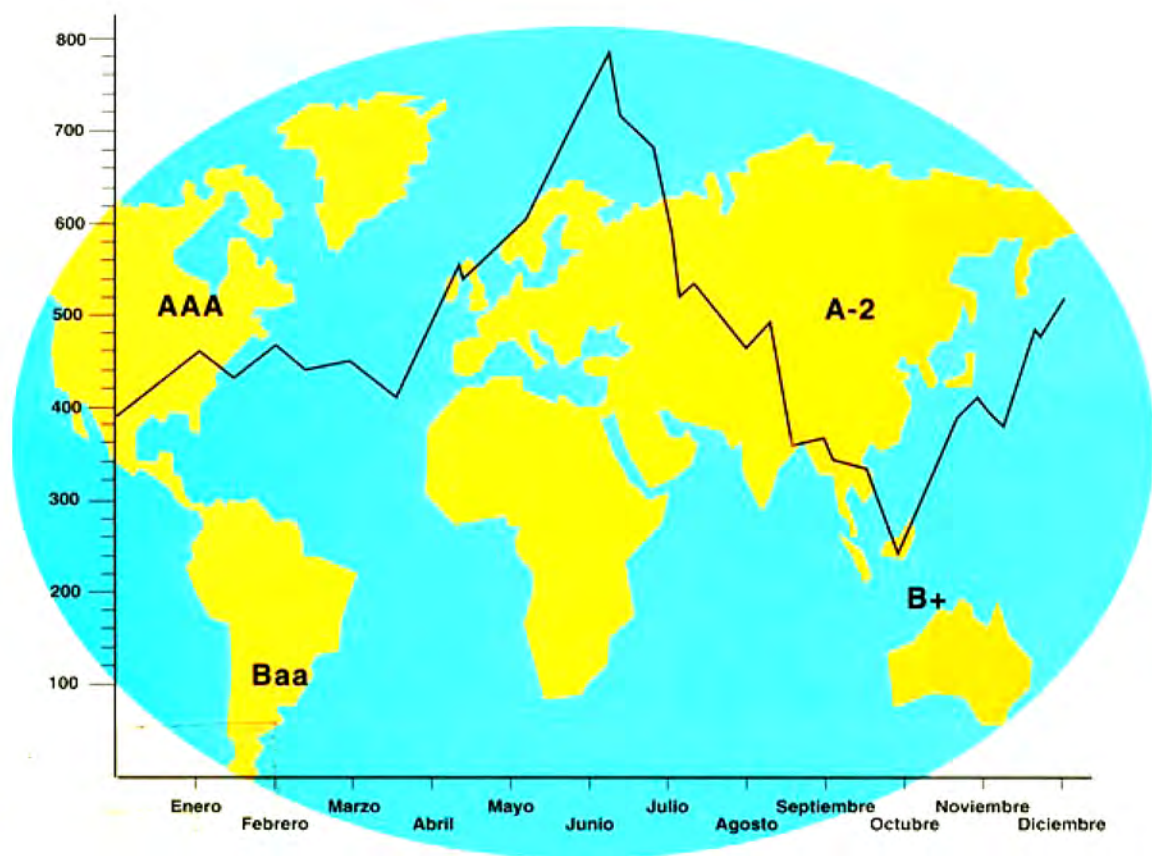
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 8

EL RATING Y LA TITULIZACION

8.1 INTRODUCCION.

La titulización es un fenómeno relativamente reciente. Este término "titulización" supone una traducción del vocablo "securitization", tomado del inglés. Con esta palabra se pretende expresar la tendencia hacia la sustitución de las formas tradicionales de crédito bancario por otras caracterizadas por la incorporación de activos o derechos a valores negociables (securities).¹

Este fenómeno, vinculado a la desintermediación,² es de origen reciente.

Las primeras emisiones al público con una cierta envergadura se realizaron en el mercado americano en el año 1.985, permaneciendo, buena parte de ellas, como emisiones vivas. Todo ello hace

-
1. Ver. J. Carlos Ureta . "Tendencias Globales de los mercados de valores" en Capítulo XXX. Varios: Curso de Introducción a Bolsa. pág. 814. Editorial. Bolsa de Madrid. Instituto Español de Analistas de Inversiones. Madrid 1.987.
 2. L.Costa Ran y M.Font, en Nuevos Instrumentos Financieros para el empresario europeo. Esic. Madrid 1.991. páginas 93 y 94, señalan lo siguiente: " La Desintermediación representa la consecuencia de la modificación de los comportamientos y de los circuitos de financiación, dirigida a privilegiar el acceso al mercado para financiar las necesidades de la economía o de la colocación de capitales. Los agentes económicos (instituciones, empresas y particulares) no pasan por la vía obligada de la banca, que presta a unos el dinero recibido de otros. Obtienen capitales o los invierten, emitiendo o suscribiendo Obligaciones de deuda, emitiendo o comprando Acciones sobre el mercado bursátil (ya sea en el mercado primario o en el secundario) y emitiendo o suscribiendo Letras de Tesorería."

que persistan notables incertidumbres sobre su rentabilidad y eficacia, siendo, no obstante, el mercado financiero de más rápido crecimiento de los años ochenta.

Pero, poderosas razones económicas, tales como la desintermediación, continúan animando el crecimiento de la "securitización o titulización", que desde enero de 1.985 a noviembre de 1.988 totalizaba alrededor de 33.000 millones de dólares, en volumen total de emisiones públicas.³

La titulización puede considerarse como la venta, en un mercado abierto, de títulos valores que están respaldados por un conjunto de activos determinados o por los flujos de caja que producen esos activos.⁴

En definitiva, la titulización o "securitización", como se conoce en inglés, es una técnica financiera, relativamente nueva, por la que se van a convertir unos activos financieros escasamente líquidos en instrumentos negociables. Mediante este método se eliminan del Balance de Situación una parte de los activos, la cual se va a refinar a través de una emisión de instrumentos del mercado de capitales (bonos), a la vez que el titular de esos activos se puede seguir beneficiando de la rentabilidad generada por dichos activos.

Si bien la titulización ha sido, hasta hace poco, un fenómeno prácticamente limitado a los Estados Unidos, en Europa ha surgido un gran interés por este producto en tiempos recientes, especialmente por parte de entidades financieras preocupadas por encontrar la manera menos costosa de cumplir con las exigencias del Comité de Basilea en materia de coeficientes de capital.

Como consecuencia, los Bancos y otras entidades de crédito en Europa han suscrito acuerdos para este tipo de financiación empleando activos tan variados como préstamos de vivienda, cuotas de leasing de equipos informáticos, financiación de compra de

3. Lederman, Jess. *The Handbook of Asset-Backed Securities* Ed. New York Institute of Finance, pág 3. Nueva York 1.990.

4. Lederman, Jess. *The Handbook of Asset-Backed Securities* Ed. New York Institute of Finance, pág 4: " In essence, securitization is the open market selling of financial instruments backed by asset cash flow or asset value. It is characterized by the pooling of assets or asset cash flow, and division of the benefits among investors on a pro rata basis, by systematic risk assessment, and its offering form as a security (rather than, for example, as a loan or a group of receivables).".

automóviles a plazo, créditos a Sociedades de Cambio y Bolsa y efectos comerciales.

Si tuviéramos que resumir la situación y estructura actuales de la titulización hipotecaria en el Mercado Español, deberíamos de partir de que el reciente e importante auge de actividad e interés por este producto en nuestro país se debería a la eliminación que tuvo lugar en agosto de 1.991 de los obstáculos legales a la creación de Hipotecas Titulizadas o "Mortgage Backed Securities". Desde esa fecha, se han lanzado algunas operaciones con estructuras legales diferentes, entre las que podemos destacar sucintamente las siguientes:

—Banco Bilbao Vizcaya - Sin intermediario.

El Banco Bilbao Vizcaya tomó la decisión de no recurrir a ninguna empresa intermediaria en su primera emisión, lanzada en agosto de 1.991. En cambio, optó por registrar las participaciones de cada inversor en las propias participaciones hipotecarias, con lo cual la liquidez de las inversiones se vio mermada. En nuestra opinión este proceder no resultó del todo excesivamente atractivo a los principales compradores internacionales de "Asset Backed Securities" de Renta Fija (A.B.S.), y, en consecuencia, no tuvo excesiva envergadura el alcance de la emisión.

—Citibank España - Comunidad de Bienes.

En el mes de septiembre, la filial hipotecaria de Citibank España lanzó una operaciones con la intermediación de una empresa colectiva conocida como "comunidad de bienes". Esta empresa emitió acciones a los inversores, siendo todos ellos miembros de la comunidad. Si bien con esta estructura se producen unas inversiones más negociables que las que resultan del programa del BBV, antes analizado, a los inversores internacionales habría que darles una importante formación antes de que se sintieran a gusto, y, por tanto, también es probable que sería limitada la magnitud de una emisión en estos términos.

—Hipotebansa - Sociedad con objeto social específico.

Hipotebansa, la filial hipotecaria del Banco de Santander, lanzó una operaciones recientemente utilizando como intermediario una Sociedad creada con un objeto social específico, con una capitaliza-

ción mínima, dedicada a emitir deuda clasificada -garantizada con prendas sobre participaciones hipotecarias. Esta estructura ha servido como importante precursor, ya que con anterioridad no estaba claro si una Sociedad con objeto social específico, y con un nivel mínimo de capital social, podría operar de este modo. Además, se trata del "modus operandi" que más se asemeja a otras estructuras de M.B.S. en Europa.

En líneas generales, las entidades tanto norteamericanas como europeas recurren con frecuencia a la técnica de titulización con el objetivo fundamental de reforzar sus balances al liberar el capital que de otra manera estaría destinado a proteger esas inversiones crediticias que permanecerían en el balance. Este capital puede, entonces, utilizarse para respaldar otras inversiones crediticias, permitiendo así, que la entidad financiera siga incrementando su cuota de mercado sin la necesidad de tener que ampliar su capital. Por lo tanto, mediante la continuada participación del causante en los beneficios generados por los activos, se da un impulso a la rentabilidad del capital empleado.

El "nicho de negocio" es tan amplio que ha movido a determinados "bancos de negocios" a destinar una buena parte de su personal a la especialización en estas operaciones de estructuración, comercialización y distribución de Activos Titulizados o "Asset Backed Securities" (A.B.S.).

8.2. VENTAJAS DE LA TITULIZACION.

¿Qué ventajas puede aportar esta técnica de titulización a una entidad que recurra a ella?

Varias son las respuestas, según cada circunstancia y coyuntura en la que se encuentre la entidad en cuestión, pero, en síntesis, se podrían resumir en las siguientes, "financiación vinculada", es decir, la posibilidad de vincular la financiación de los préstamos hipotecarios con obligaciones por un plazo similar; "una diversificación de la financiación", por medio de la cual inversiones crediticias no excesivamente líquidas se pueden convertir en obligaciones calificadas que pueden ser libremente transmitidas y negociadas en el Euromercado.

El tener acceso al Euromercado puede suponer para una entidad, entre otras ventajas, la posibilidad de disminuir su dependencia del mercado doméstico y, por otro lado, fortalecer su imagen de

cara a inversores institucionales europeos; "mejora del coeficiente de capital" la titulización de una parte de la cartera de préstamos hipotecarios puede permitir a una entidad mejorar sus coeficientes de capital disponible en la misma proporción que puede lograr, mediante una inyección directa de capital por el mismo importe, teniendo en cuenta que la ponderación del riesgo en el caso de préstamos hipotecarios para compra de vivienda suele rondar el 50%; y, por último, " el aumento de la rentabilidad de los recursos propios", en principio, el capital que debe aportar una entidad a la estructura va a corresponder a aquél con el que se va a constituir la Sociedad con objeto social específico. Dado que la entidad seguirá teniendo en estas inversiones crediticias una fuente de ingresos importantes debería verse mejorada la rentabilidad global de sus recursos propios.

Bien estructurada una operación de titulización (A.B.S.) puede permitir a la entidad financiera que acuda a ella beneficiarse de todas las ventajas de una financiación fuera de balance y, a la vez, proteger las relaciones con sus clientes individuales.

Varios son los factores críticos que se han apuntado en cuanto a la consecución de una mayor aceptación de la titulización, tales como los mecanismos para cuantificar el riesgo que se asume, una explicación más clara y detallada de los factores de riesgo, y, por último, una adjudicación de "**ratings**" comparables a aquellos asignados a otros proyectos de inversión, como, por ejemplo, las emisiones.

Si bien es cierto, que no es objeto de este libro realizar un estudio detallado de la "Titulización-Securitización", ahora bien, y siguiendo la corta experiencia existente en los mercados más desarrollados en este sector, Estados Unidos, si nos parece conveniente, analizar, sucintamente, las técnicas, mecanismos y enfoques que las agencias de calificación han realizado sobre este fenómeno de la titulización.

A diferencia de su papel en la evaluación de riesgos en instrumentos financieros emitidos por ciertas sociedades financieras, las agencias de rating facilitan datos importantes en la estructura de inversión de las emisiones titulizadas.

Para el caso de solicitarse una calificación de una posible emisión titulizada, las agencias se responsabilizarán de llevar a cabo un análisis en profundidad de los activos que deban ser empleados

en la emisión y de una amplia gama de riesgos inherentes. Basándose en este análisis, las agencias de rating asignarán, por ejemplo, un nivel mínimo de incremento en el crédito requerido para una calificación dado.

Desde el punto de vista de la agencia de calificación, todos los aspectos de una operación titulizada deben encontrar una calificación de emisión global. Por eso, se requieren amplios análisis cuantitativos y cualitativos para determinar los parámetros de riesgo. Más allá de un análisis básico de riesgo, la opinión de la agencia de calificación va a tener en cuenta la documentación de la emisión titulizada en busca de otros riesgos potenciales.

Cuando un rating es más elevado que los activos del vendedor/emisor se solicita para una emisión titulizada (lo cual suele ser lo más habitual), se incorpora un documento legal crítico: este documento es el consejo, conocido como "**bankruptcy opinion**", opinión sobre la posible quiebra del vendedor o emisor.⁵

El propósito de esta opinión es facilitar un apoyo para el argumento de que, en el caso de una quiebra, los activos vendidos o sobre los que pueda pesar cualquier tipo de hipoteca, no serán incluido en la masa de la quiebra.

Más aún, los activos pertenecerán a los inversores, porque ellos fueron efectivamente vendidos o si, por el contrario, no se juzgó conveniente venderlos, o porque los inversores mantenían un interés en los activos.

Finalmente, cuestiones sobre corrección de títulos, pago de comisiones de transferencia, diversas leyes estatales, incluyendo gastos de registro de emisiones, y gastos de custodia de la propiedad de los títulos, son algunos de los muchos temas que pueden ser formalizados en relación a la "bankruptcy opinion". Llegados a este punto, parece conveniente abordar lo que podríamos denominar una visión general de aquellos criterios empleados por las Agencias de Calificación para las "operaciones titulizadas".⁶

5. El término "Bankruptcy" englobaría en este supuesto, tanto los conceptos jurídicos conocidos en la legislación española por "quiebra" como el de "suspensión de pagos" y sus procedimientos.

6. Lederman, Jess. *The Handbook of Asset-Backed Securities*. Ed. New York Institute of Finance. Nueva York 1.990. Chapter 2: "Overview of Rating Agency Criteria for Asset-Backed Transactions" pág 23 a 40.

Siguiendo las técnicas aproximativas para la elaboración de un rating empleadas por Standard & Poor's Corporation,⁷ en toda estructura de una emisión titulizada es preciso evaluar el **riesgo del crédito** (examinándose primero la totalidad del riesgo, y más adelante la calidad de la cartera de valores "quality portfolio". Además son evaluados el "**Servicer**" y el "**Trustee**"⁸; el flujo de caja (se

7. Lederman, Jess. *The Handbook of Asset-Backed Securities*. Ed. New York Institute of Finance. 1990. Chapter 2: "Overview of Rating Agency Criteria for Asset-Backed Transactions", pág. 23 "To analyze an asset-backed issue's structure, S&P evaluate:... credit Risk...Cash Flow...Legal Issues....". "Para analizar una estructura de una emisión titulizada es preciso evaluar...el riesgo de crédito, los flujos de caja, y los aspectos legales".

8. El "**Servicer**" y el "**Trustee**" desempeñan dos papeles fundamentales en las operaciones titulizadas (asset backed securities). Standard & Poor's, a través del análisis de su estructura, debe llegar al convencimiento de que pueden desempeñar individualmente sus funciones. Estamos, realmente, ante una auténtica calificación del propio "Servicer" y "Trustee".

La obligación del "Servicer" de gestionar y mantener el control de los activos y de los flujos de caja de los activos subyacentes de la emisión calificada es de vital importancia. Otra obligación crucial es su soporte de la operación por medio de un mecanismo avanzado de caja ("cash advance mechanism").

Obviamente, Standard & Poor's analizarán detenidamente, teniendo en cuenta las características y estructura del "Servicer", sus posibilidades reales, capacidad y buena disposición para poder cumplir sus funciones como "Servicer".

El método de evaluación de la capacidad del "Servicer" va a valorar diversos aspectos, a parte de los ya señalados, primero, y en muchos casos, el "Servicer" va a ser el "**Originator**",* así como el asegurador. En tales casos, la evaluación del "Servicer" ya se realiza dentro del proceso general de calificación de la operación. En caso de no ser el "Originator", los deberes de diligencia a cumplir por el "Servicer" se centran en las operaciones de gestión.

En cualquier caso, el proceso de evaluación suele incluir una visita a la entidad, acompañada de una profunda revisión de las operaciones de la sociedad, y, un encuentro con el equipo directivo en el que se pasa revista a la historia, evolución y perspectivas de futuro de la sociedad.

Finalmente, no podemos olvidar otra función básica del "Servicer" cual es la protección de la recaudación de los activos.

No podía faltar, tampoco, el elemento jurídico o legal, en efecto, según la estructura legal de la operación las implicaciones legales pueden requerir análisis complementarios que puedan influir en el rating final.

Por su parte, el "Trustee" también desempeña un papel fundamental en la financiación titulizada. Sus funciones comienzan con el recepción de los activos procedentes del "Servicer", realizando labores de depositaria.

Además entre las funciones del "Trustee" merece destacarse su papel de "**passing through**", es decir de transferencia de préstamos.**

(*) El término "Originator" se utiliza para referirse a la entidad que, directa o indirectamente, es la propietaria, originariamente, de los activos financiados y que recibe finalmente los ingresos de la financiación. El "Originator" o prestatario último, a menudo, no es el emisor. "The Handbook of Asset-Backed Securities" by Jess Lederman. Ed. New York Institute of Finance. Chapter 2: "Overview of Rating Agency Criteria for Asset-Backed Transactions" pág 42.

(**) "The pass-through structure essentially gives certificate holders an equity interest in the receivables. The structure establishes a grantor trust as the issuer, into which receivable collateral is sold." "The Handbook of Asset-Backed Securities" by Jess Lederman. Ed. New York Institute of Finance. Chapter 2: "Overview of Rating Agency Criteria for Asset-Backed Transactions" pág 25.

deben tener en cuenta los riesgos específicos inherentes en la estructura del pago, así como otros riesgos colaterales); y los aspectos legales (básicamente los relativos a la perfección del embargo de la propiedad de los activos y la evaluación de los riesgos asociados con la posible quiebra y suspensión de pagos.

El análisis de los créditos y los aspectos legales van, pues, estrechamente interconexionados, así pues, cuando la calidad del riesgo del vendedor es suficiente, las preocupaciones legales sobre su potencial quiebra deben ser moderadas.

8.3. LA TITULIZACION PARA LAS AGENCIAS DE CALIFICACION.

Standard & Poor's considera que el riesgo principal de estas operaciones titulizadas radica en el deterioro de los flujos de caja que resultan de la morosidad o pérdida en activos adquiridos o pignorados.

Dependiendo de la estructura de la emisión y del contrato registrado, tal deterioro puede causar riesgos de liquidez si los flujos de caja pendientes de cobro son insuficientes para cubrir la deuda contraída.

Para determinar los riesgos de morosidad o pérdida en las partidas pendientes de cobro, Standard and Poor's utiliza un sistema de aproximación cualitativo y cuantitativo basado en las reuniones "in situ" con los equipos de gestión de las sociedades en cuestión.

Standard and Poor's evalúa el perfil de riesgo total inicial⁹ niveles de aseguramiento, procedimientos de cobro y procesos de selección de la cartera de títulos.¹⁰

Esto implica una revisión de los planes originales de ejecución financiera especialmente puntos fuertes y débiles de la organización y posición competitiva y estrategia de la línea de negocio de la cual proceden los activos vendidos.

9. "The originator's overall risk profile".

10. La palabra "pool" es equívoca, con multiplicidad de acepciones, especialmente en el inglés económico o de negocios, en este contexto, podemos entender por "pool" asociación o reunión de los valores de la cartera.

Standard & Poor's mantiene reuniones con el equipo de gestión para revisar aseguramientos, operaciones y controles específicos de las unidades de negocio.

Precisamente, el proceso de selección de la cartera de valores es un paso crítico en la determinación del riesgo del crédito.¹¹

Por su parte Moody's considera que el administrador es una de las partes más importantes en las operaciones de titulización en España, sobre todo porque, con la regulación vigente, no está clara la posibilidad legal de subcontratar el ejercicio de las funciones asignadas al mismo. España, como país con escasa tradición en este tipo de transacciones, no cuenta con un mercado de compra-venta de contratos de administración.

En consecuencia, el modo más fácil para reducir el riesgo de que el administrador no realice correctamente su labor es el de emplear administradores con capacidad suficiente y dotados de una solidez financiera probada.¹²

Aunque España, señala Moody's, cuenta, en términos generales, con un marco legal amplio, no se hace referencia en él al problema de la sustitución del administrador ni se abre la posibilidad a un administrador sustituto como último recurso. Por tanto, en el entorno actual, la consecución de altas calificaciones crediticias por los Bonos de Titulización Hipotecaria requieren, según Moody's(*), los siguientes aspectos:

—La presencia de un administrador con una trayectoria de solidez demostrada, en términos tanto financieros como técnicos.

—Que un cambio en la calidad crediticia de un administrador pueda afectar a la de las emisiones de Bonos de Titulización Hipotecaria relacionadas con el mismo.

11. Jess Lederman. " The Handbook of Asset-Backed Securities " Ed. New York Institute of Finance. Chapter 2: "Overview of rating agency criteria for asset-backed transactions" pág 24.

12. Moody's Investors Service, Global Credit Research. "Structure Finance: The Importance of Servicing in Spanish Mortgage-Backed Securities". June 1.995.

(*) Ver Supra.

Hasta la fecha, según Moody's todas las operaciones de titulación llevadas a cabo en España se sirven del originador de los préstamos hipotecarios para la administración de los mismos. Por tanto, la viabilidad de las citadas operaciones, el hecho de que los tenedores de los Bonos de Titulación Hipotecaria reciban puntualmente los pagos prometidos, depende de que los administradores cumplan oportunamente con sus obligaciones.

De esto se deriva, para Moody's, la especial importancia que esta agencia atribuye a la solidez financiera del originador/administrador en el proceso de evaluación de la calidad crediticia de una operación de titulación hipotecaria en España.

Moody's va a analizar la calidad del proceso de originación de las hipotecas y la de la administración continuada de las mismas.

Los criterios de concesión de préstamos del originador constituyen un punto de máxima importancia. Los elementos más importantes de nuestro análisis en el proceso de "originación" son, según Moody's,¹³ las siguientes:

—El porcentaje del valor de la vivienda que se concede como préstamo.

—El hecho de que el cliente cuente con una cierta tradición en la entidad en la que solicita el préstamo.

—La exigencia de documentos que demuestren los ingresos del posible prestatario (por cuenta ajena o autónomo).

—Una estimación del presupuesto de éste, un porcentaje máximo de los ingresos del posible deudor destinado al pago de las cuotas de la hipoteca.

Además, Moody's hace uso de las estadísticas disponibles del "originador" sobre porcentaje de hipotecas con cuotas en mora sobre el total de las concedidas y sobre el porcentaje de recuperación respecto del total de morosos. Este aporta un mayor grado de objetividad a lo que, de otro modo, resulta un proceso subjetivo.

Para Moody's, otro aspecto especialmente importante son los riesgos asociados al Administrador, en efecto, Moody's tiene en

13. Moody's Investors Service, Global Credit Research. "Structure Finance: The Importance of Servicing in Spanish Mortgage-Backed Securities". June 1.995.

cuenta la posibilidad de que el administrador pueda caer en una situación de insolvencia y que los fondos que deberían ser transferidos de éste al Fondo de Titulización Hipotecaria resulten atrapados en el proceso judicial que siga a la citada insolvencia. La Ley 19/1.992 en su artículo 4 establece, que en caso de insolvencia del administrador, el titular de las participaciones hipotecarias sólo se verá afectado y sus fondos retenidos en el administrador si se demostrase fraude en la emisión o suscripción de las participaciones hipotecarias.¹⁴

8.4. LA APLICACION DEL RATING A LOS FONDOS DE TITULIZACION.

En España, de la mano de la Ley 19/1.992 de 7 de julio sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliarios y Fondos de Titulización Hipotecaria, se van a regular, por vez primera en nuestro país, los llamados "Fondos de Titulización Hipotecaria".

En efecto, la propia Exposición de Motivos de la Ley advierte de su diferente naturaleza al señalar que "estos Fondos, cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Inmobiliaria". Además, la Exposición de Motivos señala como finalidades de estas instituciones una genérica, "permitir a las Entidades de Crédito una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que se otorguen, permitir su especialización en las funciones relativas a los créditos hipotecarios y contribuir a abaratar los préstamos para adquisición de viviendas, y una finalidad específica, la transformación de participaciones hipotecarias en valores de renta fija homogéneos y estandarizados, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados.

En este sentido, y teniendo en cuenta las posibilidades que podrían abrirse con la titulización de préstamos hipotecarios, y como la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores señalaba " se publicó en 1.991 el Real Decreto 1289/1.991, de 2 de agosto, por el que se modificaban determinados artículos del Real Decreto 685/1.982, de 17 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, que permitió la titulización indirecta y limitada a las participaciones hipotecarias. Basados en este Real Decreto se llevaron a cabo tres operaciones con una estructura muy distinta entre

14. Moody's Investors Service, Global Credit Research. "La Administración en las operaciones de titulización en España". Junio 1.995.

ella, debido a que no existía una regulación detallada sobre este tipo de operaciones. Para intentar corregir esta situación, se dictó en 1.992 la Ley 19/1.992 de 7 de julio, que tuvo como objetivo tanto otorgar cobertura legal a los nuevos productos, como son los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, como desarrollar una regulación específica para los llamados fondos de titulización hipotecaria (FTH)."¹⁵

Estos Fondos, agrupaciones homogéneas de participaciones hipotecarias,¹⁶ a cuyo cargo se emitirán valores subrogados¹⁷ que estarán representados por medio de anotaciones en cuenta y que podrán diferir, entre otros rasgos, en cuanto a tipo de interés, plazo y forma de amortización.

Su configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran las entidades de crédito. Permitiendo con ello, una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

Estos fondos de titulización hipotecarios van a ser fondos de tipo cerrado, dado que en el momento de su constitución deberán reunir varias características, quedar claramente identificadas las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo y, en su caso las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de las mismas, debiéndose definir con suficiente precisión el contenido de los **bonos de titulización hipotecaria** que vayan a emitirse, o el de cada una de las series, en el caso de que fueran varias. Sobre este aspecto: las condiciones que deberán cumplir los bonos de titulización hipotecaria volveremos más adelante.

15. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe anual 1.992. págs. 249 y 250.

16. Las participaciones hipotecarias son cesiones a terceros de uno o varios créditos hipotecarios. Su regulación se contempla en la Ley 2/1.981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.

17. Estos valores se denominarán "**bonos de titulización hipotecaria**".

Además,¹⁸ los flujos de pagos que vayan obteniendo los inversores en estos Fondos, deberán ir igualándose a los flujos de cobros (salvo las comisiones y gastos necesarios) que vayan obteniéndose del grupo de participaciones hipotecarias que formen el Fondo. Así el plazo de vida de un Fondo "está limitado al período en el cual se amorticen la totalidad de las participaciones hipotecarias que lo integren (o cuando el importe de las mismas, pendiente de amortizar, sea inferior al 10% inicial, si así estuviese contemplado en la escritura de constitución)."¹⁹

De conformidad con lo dispuesto en la normativa, las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria, van a ser las encargadas de la constitución de los Fondos,²⁰ y además, van a tener encomendada la administración y representación legal de los mismos.

Resulta de especial interés resaltar que serán estas Sociedades Gestoras las encargadas de seleccionar el conjunto de participaciones que deban tener cada uno de los Fondos de Titulización Hipotecaria que constituyan, también, tendrán como función diseñar la serie de bonos de titulización hipotecaria que se emitan con cargo a cada fondo, las que realicen los trámites necesarios para la emisión de esos valores, y su posterior admisión a negociación.

En definitiva, la normativa elaborada va a pretender que redunde en ventajas para el mercado hipotecario en general, y de participaciones hipotecarias en particular.

Ahora bien, la propia Comisión Nacional reconoce que "la escasa liquidez del mercado de participaciones hipotecarias, debido a los costes que entraña para ese inversor potencial el conocimiento detallado de el o los préstamos hipotecarios a los cuales están vinculadas dichas participaciones, convertía a las participaciones hipotecarias en un producto poco atractivo".²¹

Una vez resumido, sintéticamente, las características básicas que la titulización, vía fondos de titulización hipotecarios puede presentar en nuestro país, es conveniente, retomar un aspecto de

18. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe anual 1.992. págs. 250 y 251.

19. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe anual 1.992. págs. 250 y 251.

20. Al igual que en el caso de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

21. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe anual 1.992. pág 252.

nuestra exposición que quedó incompleto y que estimamos de especial incidencia en el presente capítulo: las condiciones que han de cumplir los bonos de Titulización Hipotecaria.

Básicamente, dichas condiciones pueden concretarse en dos, la primera, estar admitidos a negociación en un mercado oficial u organizado²² establecido en España, salvo excepciones que se establezcan reglamentariamente, y, en segundo lugar, la condición establecida en el artículo quinto apartado octavo de la Ley 19/1.992.

En este apartado se va a recoger la necesidad de que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.²³

22. La Ley 24/1.988 de 28 de julio de Mercado de Valores y demás legislación complementaria reconoce la existencia de tres categorías, las Bolsas de Valores, el mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, y una categoría residual denominada, "otros mercados secundarios oficiales". De esta denominación se puede deducir, "a sensu contrario" la existencia de mercados secundarios no oficiales. La modificación del artículo 77 de la Ley 24/1.988, por la Ley de 29 de junio de 1.990 sobre Presupuestos para 1.990, introduciendo un párrafo tercero, confirma este criterio al señalar que el funcionamiento de los mercados secundarios organizados no oficiales de valores de ámbito nacional requiere autorización ministerial previa.

Un buen ejemplo de este tipo de mercado organizado pero que, en una primera fase, no contaba ni con la consideración de mercado secundario oficial ni con la de mercado secundario no oficial, era el mercado que la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (A.I.A.F.), que, tal vez, puede servir como modelo de mercado para este tipo de emisiones. En efecto el mercado AIAF había ido desarrollando un mercado organizado, de carácter mayorista, sobre pagarés de empresa, títulos hipotecarios y bonos matador. Finalmente, una Orden de 1 de agosto de 1.991 le atribuyó a este mercado la consideración de "mercado secundario no oficial, autorizado".

23. Esta imposición de que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deban ser evaluados por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no va a ser una cuestión baladí. En este sentido parece conveniente recoger la información aparecida en el Diario "Cinco Días" bajo el título: "La C.N.M.V., firme con las firmas de rating" publicado con fecha 8 de mayo de 1.993, en el que se recogía lo siguiente: "La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) mantiene un tira y afloja,..., con las grandes firmas internacionales que califican la deuda emitida. Tanto las norteamericanas Moody's y Standard & Poor's como la europea IBCA tienen un gran interés en recibir el reconocimiento oficial de la Administración española como firmas autorizadas para calificar la titulización hipotecaria en el mercado interno.... las firmas de rating "tendrán asegurado" el negocio, ya que en el caso español la legislación obliga a la titulización a estar calificada, realicen una inversión notable, homologuen calificaciones y extremen al máximo la transparencia".

En este apartado octavo se señala lo siguiente: **"el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una Entidad Calificadora reconocida al efecto por la C.N.M.V. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión"**. Del tenor literal de este artículo parece derivarse una referencia explícita a la necesidad de acompañar a estas emisiones titulizadas una calificación elaborada por una **"agencia de rating"**.

—Además se llama la atención en este mismo artículo sobre el hecho de que serán los **titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo los que correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo**. Quedando los titulares de los valores sin tener acción contra la Sociedad Gestora del Fondo sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.

Del tenor literal de este artículo se deriva una referencia explícita a la necesidad de que estas emisiones titulizadas vayan acompañadas de una calificación disfrazada de eufemismo: **"entidad calificadora reconocida al efecto"**.

Más aún, la propia normativa añade, en el artículo y apartados antes referenciados, la obligación de que la calificación otorgada a los valores deba figurar en el folleto de emisión.

Las consecuencias de todo ello parecen evidentes, en primer lugar, el posible desarrollo del fenómeno de la titulización (más avanzado y experimentado en los Estados Unidos, a cuya situación nos hemos referido previamente) y consecuentemente de los Fondos de Titulización Hipotecaria,²⁴ segundo, la necesidad de que estas emisiones titulizadas vayan acompañadas de una calificación y, tercera, que el riesgo de los valores que puedan emitirse con

24. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe anual 1.992. pág 252 **"..Ese desarrollo (de los Fondos de Titulización Hipotecaria) depende ahora del interés que tengan las entidades por este tipo de emisiones y, en concreto, de la posibilidad que tengan para reinvertir de una forma más rentable los recursos que liberen con estas operaciones. No obstante, la autorización de cuatro Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria en el escaso período de tiempo que media desde la promulgación de la Ley hasta ahora, parece confirmar el pronto auge de los Fondos de Titulización Hipotecaria, más teniendo en cuenta la importancia y diversidad de los socios que respaldan a dichas gestoras."**

cargo a cada Fondo de Titulización Hipotecaria sea objeto de calificación.²⁵

En esta estructura aparece, pues, el rating como elemento integrante e indispensable del proceso, elemento que empieza a ser demandado incluso desde algunos medios de comunicación.²⁶

Todo esto nos ilustra y nos reafirma más en nuestra tesis fundamental de que una información más ajustada exigiría, probablemente, que el inversor pudiera conocer, además de todos los datos a los que tiene acceso según la normativa vigente, otra información, que en nuestra opinión es fundamental para que el inversor pueda, realmente, valorar el riesgo que asume con su inversión.

Sin duda alguna, y como ya manifestábamos en el estudio referenciado,²⁷ la exigencia del legislador de calificar el riesgo financiero de los valores que puedan emitirse con cargo al fondo supone, a la vez que un primer paso, una reflexión práctica de la necesidad de hacer extensivo el rating a los fondos de inversión. En ese sentido la exigencia de calificación en los Fondos de Titulización Hipotecaria supone un precedente interesante y a tener en cuenta.

25. En nuestra opinión, estimamos que todo lo dicho en este Capítulo sobre los sistemas desarrollados en los Estados Unidos en materia de calificación sobre A.B.S.(siguiendo el modelo diseñado por Standard & Poor's, que, en líneas generales, no difiere en exceso del resto de mecanismos y técnicas empleadas por las otras Agencias de Calificación) podría ser y debería ser aplicable a este tipo de emisiones y, por tanto, a los Fondos de Inversión de Titulización Hipotecaria.

26. Diario "Cinco Días" 11 de julio de 1.992. "Un rating sobre fondos los diferenciaría". "... hay rumores de que se extienda (el rating) a los fondos que invierten al conjunto de valores mobiliarios. Ahora bien, lo puede exigir la ley pero también lo pueden exigir los inversores o gestores. Con ello, se lograría diferenciar unos fondos de inversión frente a otros. Esto es lo que ha ocurrido en el extranjero y los fondos definen así las emisiones que están adquiriendo y que tienen su cartera...El inversor no sofisticado no tiene tiempo para evaluar la calidad de su fondo y con una calificación tendrá mucho más claro dónde tiene su dinero y qué riesgos asume".

27. López Pascual, Joaquín, " El Rating: Un indicador de referencia para el inversor susceptible de aplicación a otros productos financieros. Actualidad Financiera. Junio 1.993. N° 25. "En efecto, el conocimiento de la entidad gestora, su experiencia, sus criterios de gestión e inversión, equipo humano, tamaño, vinculación a grupos financieros, entre otros, son requisitos y meros ejemplos breves, de lo que estimamos pueden ser determinantes a la hora de realizar un proyecto de inversión.

A continuación incluimos dos cuadros, elaborados por la agencia Moody's, el cuadro nº 1 sobre las principales Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria y sus accionistas, y el cuadro nº 2 con las principales emisiones titulizadas (*).

Parece, pues, evidente, que una vez más, se echa en falta un criterio primordial que proporcione al inversor un elemento mensurable del riesgo a asumir, en definitiva, de una calificación de riesgo.

En definitiva, hay que considerar, seriamente, la extensión del rating a los fondos de inversión, exigiendo que tenga la característica de una media global de riesgo que permita comparar un fondo con otros del mismo tipo o, en su caso, diferente, y que se lleve a la práctica con criterios de absoluta profesionalidad e independencia."

- (*) En este sentido resulta de especial interés la consulta de " Moody's Investors Service, Global Credit Research: The Role of Gestoras in Spanish Securitisation Transactions" June 1.995.

CUADRO N°1

GESTORAS AND THEIR PRINCIPAL SHAREHOLDERS			
TITULACIÓN DE ACTIVOS	%	EUROPEA DE TITULIZACIÓN	%
Caja de Ahorros de Madrid	12.85	Banco Natwest España	4.00
Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	12.85	Banco Pastor	4.00
Caja de Ahorros de Zaragoza, Aragón y Rioja	12.85	Bankpyme	4.00
Caja de Ahorros del Mediterraneo	12.85	Danco Sabadell	4.00
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	12.85	Banco Urquijo	4.00
Unicaja	12.85	BNP España	4.00
Sociedad Española de Banca de Negocios	12.85	Caja General de Ahorros de Granada	4.00
Bear Stearns Spanish Securitisation Corporation	10.00	Caja Postal	4.00
BBV TITULIZACIÓN	%	Deutsche Bank Credit	4.00
Banco Bilbao Vizcaya	30.00	I.P.Morgan España	4.00
Banco del Comercio	20.00	Banca Jover	2.00
Banca Catalana	20.00	Credit Lonnais	2.00
Euroseguros	20.00	HISPANIA DE TITULIZACIÓN	%
Privanza	10.00	Banco Central Hispanoamericano	20.00
	%	Banco Banif	20.00
AB Asesores Bursátiles Bolsa	19.50	Banca Hispano Hipotecario	20.00
Inverseguros	15.50	Corporación Financiera Hispamer	10.00
Gil y Carvajal	11.50	Vitalicio	10.00
Hyperion Partners	11.50	La Estrella	%
Mapfre Indosuez Sociedad de Valores	11.50	SANTANDER DE TITULIZACIÓN	%
Plus Ultra de Seguros y Reaseguros	11.50	Banco Santander	81.00
Catalana Occidente de Seguros y Reaseguros	9.50	Banco Santander de Negocios	19.00
Consorcio de Compensación de Seguros	9.50	AHORRO CORPORACIÓN	%
EUROPEA DE TITULIZACIÓN	%	Confederación Española de Cajas de Ahorro	50.00
Banco Hipotecario de España	8.00	Ahorro Corporación Financiera	50.00
Bankinter	8.00	GESTICAIXA	%
Barclays Bank España	8.00	La Caixa	59.00
Citibank España	8.00	Caixa de Barcelona Seguros de Vida	10.00
Abbey National Bank	4.00	Caixa Leasing	10.00
Banco Atlántico	4.00	Vida Caixa	9.00
Bancotrans	4.00	Hipotecaixa	4.00
Banco Cooperativo	4.00	Caixabank	4.00
Banco de Europa	4.00	Caixacorp	4.00
Banco Herrero	4.00		

Fuente: "Moody's Investors Service, Global Credit Research: The Role of Gestoras in Spanish Securitisation Transactions" June 1995.

CUADRO 2

OVERVIEW OF SPANISH MORTGAGE-BACKED SECURITIES									
Deal Name	Hipotebansa II	Hipotebansa IV	Hipotecario I	TDA 1	TDA 2	TDA 3	AIG Finanzas I	CITIBANK I	UCI
Gestora	Santander de Titulización	Santander de Titulización	Europea de Titulización	Titulización de Activos	Titulización de Activos	Titulización de Activos	GITSA	Banesto Citibank(*)	Santander de Titulización
Gestora Shareholders	B.Santander B.Santander de Negocios	B.Santander B.Santander de Negocios	Banco Hipotecario de España (8%) Others Banks (92%)	Saving Banks (90%) Cajas de Ahorros Bear Stearns (10%)	Saving Banks (90%) Cajas de Ahorros Bear Stearns (10%)	Saving Banks (90%) Cajas de Ahorros Bear Stearns (10%)	AB Asesores (19,5%) Insurance Companies	Banesto	B. Santander BSN
Gestora Backup	Cenit S.A. de Seguros SCH Bnsander B. Santander de Negocios	B. Santander	All its shareholders	Bear Stearns Spanish Securitisation Gtd by Bear stearns & C.o.	Bear Stearns Spanish Securitisation Gtd By Bear Stearns & C.o.	Bear Stearns Spanish Securitisation Gtd By Bear Stearns & C.o.	All its shareholders	Citibank NY	B. Santander
Originator/Seller	SCH Bnsander (Hipotebansa)	SCH Bnsander (Hipotebansa)	Banco Hipotecario de España (BHE)	3 Saving Banks	2 Saving Banks	Caja de Ahorros de Madrid (CAM)	AIG Finanzas	Citibank España	SCH UCI
Servicer	SCH Bnsander	SCH Bnsander	BHE	3 Savings Banks	2 Savings Banks	Caja de Ahorros de Madrid	AIG Finanzas	Citibank España	UCI

Fuente: Moody's Investors Service, Global Research: The Role of Gestoras in Spanish Securitisation Transactions". June 1.995

CONTINUACIÓN

CUADRO 2

OVERVIEW OF SPANISH MORTGAGE-BACKED SECURITIES									
Deal Name	Hipotebansa II	Hipotebansa IV	Hipotecario I	TDA 1	TDA 2	TDA 3	AIG Finanzas I	CITIBANK I	UCI
Backup Servicer	B. Santander	B. Santander	None	None	None	None	None	Citibank N.A.	B.Santander
Swap and yield maintenance Providers	Hipotebansa, guaranteed by Banco Santander	B.Santander	Morgan Guaranty Trust Co of NY	3 Saving Banks guaranteed by Caja Madrid	2 Saving Banks guaranteed by Caja Madrid	Caja Madrid	None	Citibank N.A. guaranteed by UBS	UCI guaranteed by Lehman Brobbers FP
GIC Accounts	B.Santander	B.Santander	BHE backed up by Banco Exterior	Caja Madrid	Caja Madrid	Caja Madrid	Lloyds Bank (BLSA)	None	B.Santander
Line of Credit	None	None	BHE	None	Caja Madrid	Caja Madrid	None	None	None
Moody's ratings	Aa3	Aaa (A)/A2(B)	Aaa(A)/A2(B)	Aaa	Aaa	Aaa	Aa2(A and B)/Ba2(C)	Aaa	Aaa(A)A2(B)

(*) Banesto is not a Gestora, but holds the PHs and represents the Comunidad in legal proceedings.

Fuente: Moody's Investors Service, Global Credit Research: The Role of Gestoras in Spanish Securitisation Transactions" June 1995

Fuente: " Moody's Investors Service, Global Credit Research: The Role of Gestoras in Spanish Securitisation Transactions" June 1.995.

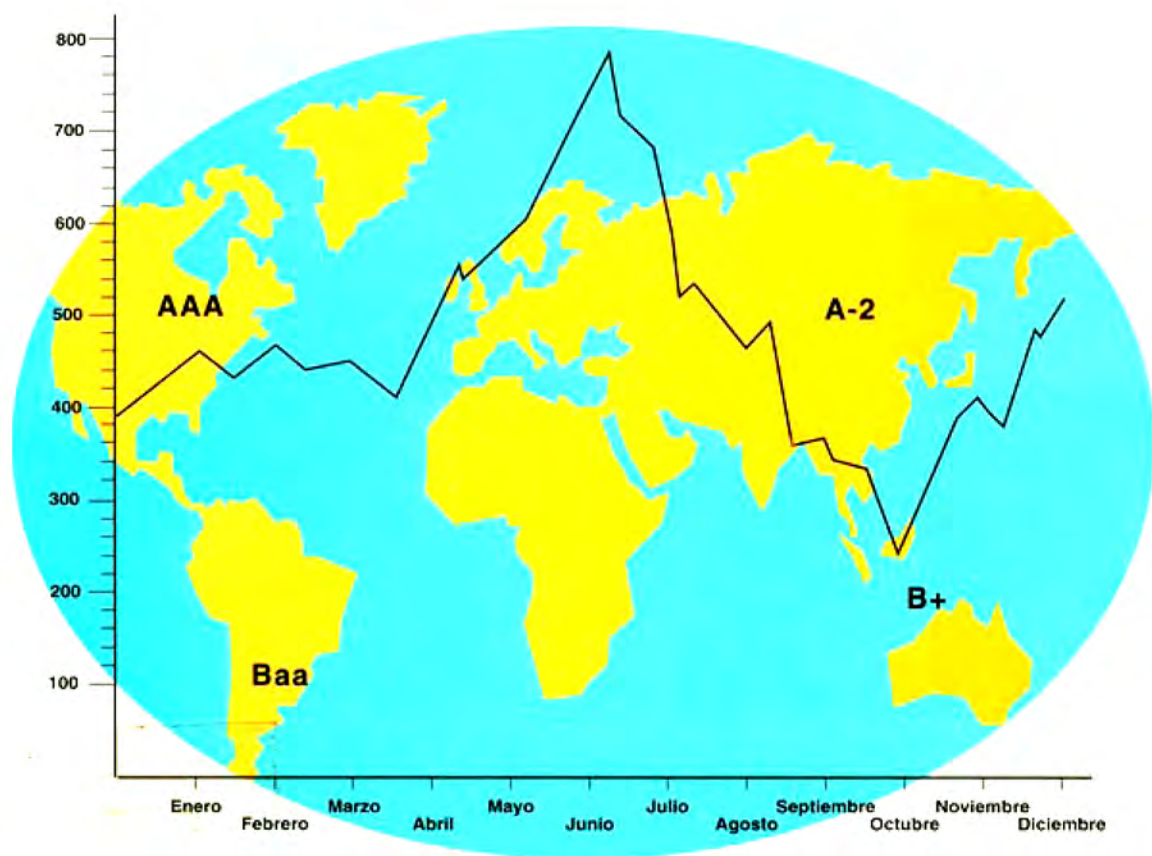
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 9

EL RATING DE LOS FONDOS DE INVERSION

9.1. INTRODUCCION

El rating se aplica a diferentes clases de emisiones, así como a instituciones, entidades, países y organizaciones supranacionales, como hemos visto, ahora bien, la calificación, como venimos defendiendo hace ya algún tiempo,¹ puede extenderse, también, a algunos instrumentos financieros, tales como los fondos de inversión.

Esta teoría que si bien es relativamente reciente en España, poco a poco va desarrollándose en nuestro país, y en estos momentos tres Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva tienen ya calificados sus Fondos de Inversión.

La necesidad e importancia de calificar los fondos de inversión es a nuestro juicio clara. Para ello, intentaremos exponer algunas razones que nos hacen abogar en favor de la necesidad de calificar los Fondos de Inversión.²

En primer lugar, cabe señalar que la ausencia de una calificación de Fondos de Inversión ha ocasionado situaciones de, cuando menos desorientación, y, cuando más de perjuicio, para los inver-

-
1. Lopez Pascual Joaquín. "El Rating un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros". Actualidad Financiera. n° 25 junio 1.993.
 2. Mascareñas Pérez-Iñigo, J. y Lopez Pascual J. "Renta Fija y Fondos de Inversión". Ed. Pirámide 1.996., pag. 159 y ss.

sores particulares al verse faltos de un criterio imparcial y una evaluación independiente, es decir, de una calificación de Fondos de Inversión.

La calificación puede mejorar la protección, información, y, capacidad de decisión, en última instancia, del inversor de Fondos de Inversión, a través de esta calificación.

En efecto, la calificación va a presentar ventajas, como veremos, tanto para el inversor, para la Sociedad Gestora, como para el mercado en general.

9.2. LA NECESIDAD DE CALIFICAR LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Para defender nuestra tesis de calificar los Fondos de Inversión podemos partir de algunas realidades, en primer lugar, el crecimiento espectacular de estos productos financieros con un peso como grupos de inversión, cada día mayor, en el mercado financiero doméstico.

Estos productos financieros han conseguido en los últimos años, por diversos factores: sencillez del producto, buena rentabilidad, ventajas fiscales y fuertes campañas de comercialización, captar una buena parte del ahorro del inversor particular.

Desde un primer momento de preparación, en el que el sector de la inversión colectiva tiene una dimensión reducida, pasando a un incremento, tanto en número de partícipes y fondos como volumen patrimonial en el año 1.990, hasta llegar al año 1.991, fecha de la auténtica "eclosión" de los fondos de inversión.

Los años 1.991 y siguientes suponen la auténtica popularización de los Fondos de Inversión, pasando de 570.000 partícipes en el año 1.990, entre Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Activos del Mercado Monetario, a 1.145.100 partícipes en 1.991.

El crecimiento a partir de esta fecha es espectacular tanto en volumen patrimonial en millones de pesetas (3.870.059 en 1.991, 6.280.365 en 1.992, 10.249.571 en 1.993, 11.249.569 en 1.994 y 12.193.120 millones de pesetas en 1.995), como en número de partícipes (1.145.100 en 1.991, 1.677.200 en 1.992, 2.548.300 en 1.993, 2.796.600 en 1.994 y 2.945.500 en 1.995).

Todo ello contribuye a que los Fondos de Inversión se conviertan en un producto financiero popular, al alcance de cualquier inversor particular, provocando, al mismo tiempo, una comercialización intensa de estos productos, no siempre suficientemente acertada y correcta y que van a dar lugar a situaciones perjudiciales para el partícipe de Fondos de Inversión.

Se ha comprobado, que diversas crisis que han afectado a los mercados de valores nacionales e internacionales y, muy especialmente en el mercado de deuda pública, como, por ejemplo la crisis derivada del "no danés a Maastricht" repercutían directamente en unos Fondos de Inversión, comercializados, tal vez, sin la suficiente explicación para que el partícipe conociera cuál podía ser el riesgo en el que incurría.

Si en este contexto insertamos la dificultad de traslación, que tiene un partícipe, a otros fondos de inversión, dado que dicha traslación acarrea la pérdida de ventajas fiscales, (exigiendo, en este supuesto, el mantenimiento de una "cierta adhesión incondicional", soportando, en ocasiones, los errores o incompetencia de los gestores de los fondos so pena de una pérdida de la fiscalidad favorable), la falta de un rating aplicable a los Fondos de Inversión aparece como una conclusión evidente.

Nuestro criterio ha sido defender la necesidad de aplicar una calificación a los fondos de inversión, ya que el conocimiento de la entidad gestora, su experiencia, sus criterios de gestión e inversión, equipo humano, tamaño, vinculación a otros grupos financieros, entre otros, son requisitos y meros ejemplos breves, de lo que estimamos pueden ser determinantes a la hora de realizar un proyecto de inversión.

9.3. VENTAJAS DEL RATING DE FONDOS DE INVERSION.

El Rating de Fondos de Inversión presente unas indudables ventajas tanto para el inversor particular, la Sociedad Gestora del Fondo, como para el mercado financiero en general. De forma esquemática podemos distinguir estas ventajas como siguen:

Ventajas para el inversor particular:

—El rating puede suponer para el partícipe "indicador de referencia sobre el riesgo que asume al invertir en un Fondo de Inversión".

—El crecimiento reciente de Fondos y de sociedades gestoras de fondos de inversión, haría necesaria y conveniente la existencia de un sistema de calificación de extremada utilidad para el inversor, siendo un factor que contribuiría, de forma decisiva, al futuro desarrollo de este producto financiero.

—El inversor puede estar dispuesto a aceptar un mayor riesgo al buscar una mayor rentabilidad en sus Fondos, pero para calibrar esta decisión debe ponderar sus decisiones. Para ello el inversor debe contar con una entidad independiente que le proporcione una evaluación imparcial de cada uno de los fondos existentes y que ésta pueda utilizarse de forma sencilla como criterio de selección.

—El inversor debe tener un sistema por el cual pueda comparar un Fondo con otro del mismo o diferente tipo, y que sea elaborado por una entidad independiente.

—El inversor debería conocer, además de todos los datos a los que tiene acceso según la normativa vigente, otra información, que en nuestra opinión es fundamental para que el inversor pueda, realmente, valorar el riesgo que asume con su inversión, y que le vendría dada por una calificación de los Fondos de Inversión.

—El conocimiento de la entidad gestora, su experiencia, sus criterios de gestión e inversión, equipo humano, tamaño, vinculación a grupos financieros, entre otros, son requisitos que estimamos pueden ser determinantes a la hora de realizar un proyecto de inversión.

Ventajas para la Sociedad Gestora del Fondo

—Con el rating lograríamos diferenciar unos fondos de otros atendiendo al riesgo que comportan.

—Las Sociedades Gestoras podrían segmentar sus políticas de inversiones y de comercialización ofreciendo a sus partícipes fondos con mayor o menor riesgo, según sus deseos.

—La Sociedad Gestora con fondos de inversión calificados contaría con un elemento distintivo con respecto a otras Sociedades.

—La Sociedad Gestora podría incluir, entre las ventajas que ofrece a sus partícipes, el concepto de conocimiento del riesgo calibrado por una agencia independiente.

—El rating permite a la Sociedad Gestora seguir la evolución del riesgo en sus fondos, pudiendo establecer unas "normas mínimas" de riesgo para sus gestores.

—Suponen un control externo que puede beneficiar a la Sociedad Gestora eficiente.

Ventajas para el mercado financiero.

—El Rating de Fondos de Inversión podría contribuir muy activamente, a garantizar esa transparencia del mercado de Fondos de Inversión, tan necesaria, tanto, para el inversor institucional como para el pequeño inversor.

—Se emplearía una técnica de calificación del riesgo ya aplicable a Fondos de Inversión en países extranjeros, contribuyendo a aplicar métodos homologables internacionalmente.

—Una calificación puede servir de base a los órganos rectores del mercado, en nuestro caso a la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores como base para fijar directrices de inversión que los Fondos de Inversión deban aplicar.

—También, puede servir como fuente especializada para que las autoridades orienten la política de inversiones de los Fondos de Inversión, o a alguna modalidad de los mismos.

—Puede facilitar el seguimiento y evaluación de los equipos directivos y de gestión de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Parece, pues, evidente, que nuestra conclusión general será que deba considerarse, seriamente, la extensión de la calificación a los Fondos de Inversión, puesto que sólo así, estaremos ante un criterio primordial que proporcione al inversor un elemento mensurable del riesgo a asumir, en definitiva, una calificación de riesgo, exigiendo que tenga la característica de una media global de riesgo, que permita comparar un Fondo con otros del mismo tipo o, en su caso, diferente, y que se lleve a la práctica con criterios de absoluta profesionalidad e independencia.

9.4. LA CALIFICACION DE LOS FONDOS DE INVERSION POR LAS AGENCIAS INTERNACIONALES.

Como ya comentamos, las grandes Agencias de Calificación llevan asignando ratings a Fondos de Inversión desde hace varios años, en el extranjero.³

En España Standard & Poor's y Moody's Investors Service han sido las dos únicas agencias de calificación que han otorgado "ratings" a fondos de inversión españoles. Por ello utilizaremos como guía para nuestro estudio la metodología y sistemática que emplean dichas Agencias, y hasta lo que las propias Agencias han difundido en sus documentos públicos.

A tenor de ello, los principales aspectos que se tienen en cuenta a la hora de calificar un Fondo de Inversión por una Agencia de Rating son: la calidad de la cartera del Fondo, y, las características estratégicas de gestión del Fondo.

Además, se toman muy en cuenta, la estructura y organización del Fondo, la composición del equipo de gestión y sus cualificaciones profesionales, destacándose en este sentido:

- Los años de experiencia en la gestión de Fondos de Inversión.
- El nivel profesional y la formación del equipo de gestión.

También, se valora la calidad de la cartera del Fondo, teniéndose muy en cuenta el departamento de análisis y su grado de independencia, la experiencia de estos gestores, los métodos usados para la valoración, así como los mecanismos y la capacidad del equipo de gestión de responder a coyunturas generales desfavorables.

Asimismo, la diversificación de los activos que componen la cartera del Fondo son objeto de análisis exhaustivo.

3. La Agencia de Calificación Moody's elabora desde Noviembre de 1.994 el "Moody's Mutual Fund Credit Opinions Sourcebook", diseñado para facilitar al lector un guía sobre las opiniones de rating que realiza Moody's sobre Fondos de Inversión.

Múltiples son los documentos, de carácter legal, que una Agencia de Rating va a revisar en un proceso de calificación de Fondos de Inversión, pero, especialmente prestará atención a los siguientes:

- * **Folleto Explicativo del Fondo y Reglamento de Gestión** del mismo.
- * **Informes Trimestrales del Fondo** (donde se recogen los Datos Económicos, fundamentalmente la Composición de la Cartera del Fondo; Informe de Gestión, y Hechos Relevantes que hayan tenido lugar).
- * **Memoria Anual del Fondo.**
- * **Relación de las participaciones significativas del Fondo**, es decir, aquellas participaciones relevantes en el conjunto del patrimonio del Fondo que posee directa o indirectamente una persona física, un particular, o una persona jurídica, una sociedad, por ejemplo.
- * **Contratos de comercialización** del Fondo de Inversión entre la Sociedad Gestora y un Comercializador, etc.

Con todos los datos necesarios las principales Agencias de Calificación elaboran el Rating del Fondo de Inversión.

El proceso de calificación de un Fondo, al igual que el proceso general de calificación de un Fondo, ya comentado en otro Capítulo de este Libro, se inicia, generalmente, con una solicitud de calificación.

Esta solicitud suele ir, posteriormente, acompañada de una reunión, con un calendario y temario ya preparado, en la que se abordan diversos temas, tales como, origen y evolución del Fondo de Inversión, estilo y estrategia de gestión del Fondo, análisis de la cartera del Fondo y sus criterios de inversión, forma y canales de comercialización.

Una vez ponderados todos los datos facilitados en la reunión, la Agencia suele recabar, posteriormente, nuevos datos, así como, precisiones o matizaciones de algunos de los aspectos tratados.

Habitualmente en diez o quince días la Agencia de Calificación facilitará el rating o calificación final del Fondo de Inversión

9.5. EL SIGNIFICADO DE LAS CALIFICACIONES DE LOS FONDOS DE INVERSION.

Las Agencias de Rating han establecido una serie de denominaciones para calificar los Fondos de Inversión.

A continuación nos ocuparemos del análisis del significado de estas calificaciones que asignan las dos Agencias principales Moody's y Standard & Poor's a los Fondos de Inversión.

En los cuadros 1, 2 y 3 incluimos las calificaciones para los Fondos de Inversión (Money Market and Bond Funds, Fondos de Inversión del Mercado Monetario y de Renta Fija) de las dos principales Agencias de Calificación, Moody's y Standard & Poor's.

Según Moody's sus calificaciones para Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija son opiniones de la calidad de la inversión de los partícipes en Fondos de Inversión e instrumentos de inversión similares que invierten principalmente en títulos de renta fija a corto y largo plazo respectivamente. Como tales, estas calificaciones incorporan la evaluación que Moody's hace de los objetivos y políticas de inversión publicadas por los Fondos, de la calidad crediticia de los activos del Fondo, así como de las características de gestión del mismo. Las calificaciones no intentan medir la evolución de un Fondo con respecto a plusvalías, variaciones del valor neto de los activos o rentabilidades.

Moody's aplica los modificadores numéricos 1, 2 y 3 a cada categoría genérica de calificación. El modificador 1 indica la banda superior de cada categoría genérica de calificación; el modificador 2 indica banda media y el modificador 3 indica la banda inferior de cada categoría genérica.

Por su parte, Standard & Poor's distingue, internacionalmente, dos tipos de formar de denominar sus calificaciones de Fondos de Inversión, según, se trate, de Fondos de Inversión en Renta Fija o de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Para los primeros se persigue, fundamentalmente, la calidad crediticia, mientras que en los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario se persigue la seguridad del principal.

Cuadro n° 1.

CALIFICACIONES DE MOODY'S PARA FONDOS DE INVERSIÓN

Calificación(*)	Significado
Aaa	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados Aaa se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados Aaa, es decir corresponden a la calificación más elevada.
Aa	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados Aa se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados Aa, es decir se consideran de alta calidad en todos los sentidos.
A	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados A se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados A, es decir presentan muchas de las cualidades de una buena inversión, y se consideran instrumentos de inversión de calidad media-alta.
Baa	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados Baa se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados Baa, es decir se consideran como instrumentos de inversión de calidad media.
Ba	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados Ba se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados Ba, es decir se considera que contienen elementos especulativos.
B	Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Fondos de Renta Fija calificados B se consideran similares en calidad de inversión a los títulos de renta fija calificados B, es decir se considera que carecen de las características que son propias de una buena inversión.

(*) Fuente Moody's Investors Service

Standard & Poor's ha previsto para los Fondos de Activos del Mercado Monetario calificados como "Aam" y "Am" y para los Fondos de Renta Fija calificados desde "Aaf" hasta "BBBf" un signo (+) o (-) para indicar la posición relativa dentro de las categorías.

Cuadro n° 2.

CALIFICACIONES DE STANDARD & POOR'S PARA FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA FIJA.

Calificación (*)	Significado
AAAf	Protección extremadamente alta frente a pérdidas por impago. Mínimo de 85% en inversiones con rating AAA. Ninguna inversión podrá estar por debajo de AA.
Aaf	Protección muy alta frente a pérdidas por impago. Mínimo de 75% en inversiones con rating AAA o AA. Hasta el 25% de las inversiones podrán tener un rating A, siempre que el fondo posea una cantidad igual de inversiones con rating AAA.
Af	Protección alta frente a impago. Al menos 90% en A o superior. Hasta el 10% de las inversiones podrán tener un rating BBB, siempre que por cada 1% de inversiones con rating BBB el fondo posea un mínimo del 2% en inversiones con rating AA.
BBBf	Protección adecuada. Al menos 90% en BBB o superior. Hasta el 10% de las inversiones podrán tener un rating BB, siempre que por cada 1% de las inversiones con rating BB el fondo posea un 5% al menos de inversiones con un rating A o superior.
Bbf	Protección incierta. Al menos 75% en BB o superior. Hasta el 10% de las inversiones podrán tener un rating B o superior, siempre que por cada 1% de inversiones con rating B el fondo posea un 1% o más en inversiones con un rating mínimo de BBB.
Bf	Vulnerabilidad frente a pérdidas por impago. Al menos 90% en B. Hasta el 10% de las inversiones podrán tener un rating CCC, siempre que por cada 1% de inversiones con rating CCC el fondo posea el 3% o más en inversiones con un rating mínimo de BB.

(*) Fuente Standard & Poor's "Ratings y Análisis: Ratings de Fondos de Inversión en Renta Fija". Diciembre 1.994, página 9.

Cuadro n° 3.

**CALIFICACIONES DE STANDARD & POOR'S PARA FONDOS DE
INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO.**

Calificación (*)	Significado
AAAm	La Seguridad es excelente. Capacidad superior para mantener el valor del principal y limitar el riesgo de pérdidas.
Aam	La seguridad es muy buena. Alta capacidad para mantener el valor del principal y limitar el riesgo de pérdidas.
Am	La seguridad es buena. Buena capacidad para mantener el valor del principal y limitar el riesgo de pérdidas.
Bm	La seguridad es incierta. Capacidad limitada para mantener el valor del principal y limitar el riesgo de pérdidas.

(*) Fuente: Standard & Poor's Ratings Handbook.

9.6. EL PROCESO DE OBTENCION DEL RATING DE LOS FONDOS DE INVERSION.

La obtención del rating de los fondos de inversión va a ser el resultado de un complejo y laborioso proceso.⁴

Este proceso va a mantener los criterios básicos que presiden la calificación: la confidencialidad e independencia.

Generalmente, antes de iniciarse un proceso de estas características la Sociedad Gestora debe cumplimentar algún documento de la Agencia de Calificación en el que se recoja formalmente la solicitud de calificación de fondos de inversión y los términos de la misma.

Una vez solicitada la calificación de los fondos se pasa a una segunda fase que consiste en recopilar y preparar, por la Sociedad Gestora, una serie de información y documentos y en discutir los

4. Véase "Mutual Fund Credit Rating Methodology". Moody's Investors Service Global Credit Research. January 1.995.

principales aspectos que compondrán la agenda de la reunión entre la Agencia de Rating y la Sociedad Gestora.

La reunión entre representantes de la Agencia de calificación y los gestores de la Sociedad, que suele tener lugar en la sede de la misma, va a cubrir una amplia variedad de temas.

Habitualmente, suele comenzar con una presentación de la Sociedad Gestora y de los Fondos de Inversión que administra. Se comenta la Historia del Fondo y la Sociedad, las características y funcionamiento del Fondo, su régimen general de inversiones, patrimonio, comisiones aplicables, y forma de comercialización del Fondo.

Dado que en la reunión se abordan una amplia variedad de temas, tales como la organización de la Sociedad, el riesgo de los activos, las estrategias de inversión y gestión de los activos, diversificación de activos, liquidez, política comercial, cobertura legal; suele ser frecuente que se pueda convocar a diversas personas de distintas áreas (dirección, comercial, gestión financiera, contabilidad, legal, etc) de la sociedad gestora.

Algunas agencias acostumbran, a la vista de la información facilitada, a discutir, previamente algunos detalles de la documentación o información solicitada para que la reunión pueda ser más productiva y concreta.

Normalmente, las agencias de calificación estudian y valoran la información, documentación y el cambio de impresiones de la reunión mantenida y en un plazo oportuno, llegan a una opinión definitiva sobre el rating aplicable a los Fondos de Inversión de la Sociedad Gestora.

El tiempo que tarda la agencia en calificar un fondo es variable, y puede ir desde quince días hasta dos meses, dependiendo de diversos factores, el conocimiento del sector dentro del país, la información pública y privada facilitada y la entrevista con la sociedad gestora.

Una vez, que el rating está listo, la sociedad gestora es informada de la calificación obtenida por sus fondos.

Recibida la calificación por la sociedad gestora, la agencia de rating le presenta la correspondiente "nota de prensa" para su consideración.

Posteriormente, la agencia de rating facilita a los más importantes medios de comunicación del ámbito financiero la calificación obtenida por los fondos de inversión de la sociedad gestora.

Estas fases que hemos comentado, se aprecian con claridad en el "Esquema Temporal" del proceso de calificación de un fondo que reproducimos en este apartado.

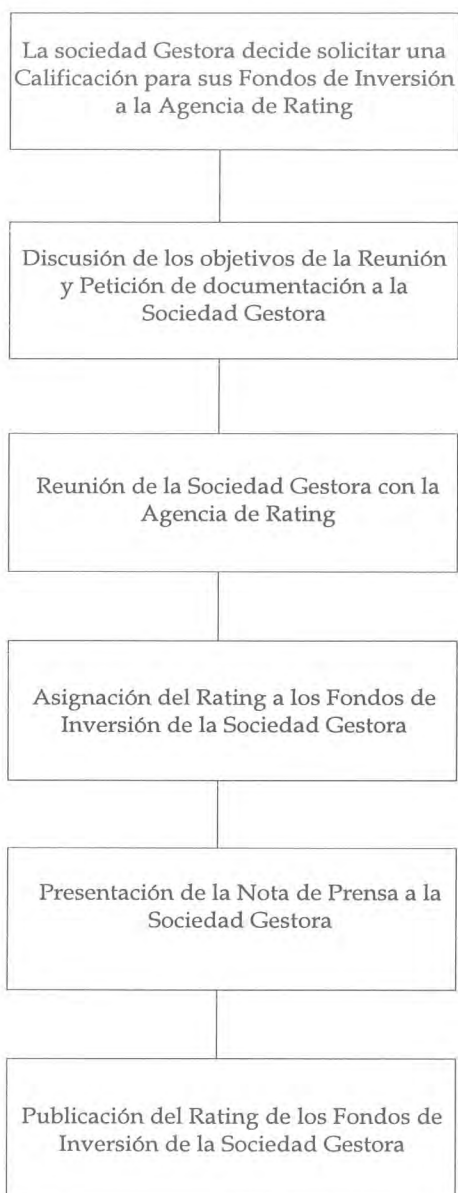
Una vez emitida la calificación el seguimiento es un componente esencial del método de rating.

Dicho seguimiento garantiza que los cambios de la cartera y de las políticas operativas por parte de la gestión no alterarán el riesgo de crédito y, por tanto, el rating del fondo.⁵

Algunas agencias, como Standard & Poor's, para fondos de renta fija, solicita informes mensuales que detallen la composición de la cartera y la historia de salidas de partícipes; estos informes son semanales en el caso de fondos del mercado monetario. Además Standard & Poor's lleva a cabo anualmente, o incluso con más frecuencia si se producen cambios materiales en la estructura o gestión del fondo, una revisión total de la gestión del fondo.

5. Véase "Ratings y Análisis. Método de Rating". Standard & Poor's, Diciembre 1.994, página 9.

EL PROCESO DE CALIFICACIÓN DE UN FONDO



Esquema Temporal del Proceso de calificación de un Fondo de Inversión.

9.7 LAS PRIMERAS CALIFICACIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.

Recientemente, y como una confirmación a nuestra tesis de calificación de Fondos de Inversión, han comenzado a aparecer las primeras calificaciones de Fondos de Inversión en España.

En efecto, a finales de marzo de 1.995, Moody's Investors Service ha asignado la máxima calificación (Aaa) a los siguientes Fondos gestionados por Gesbansander que recogemos a continuación.

Renta Fija

Superfondo Santander II (FIM)

Santander Ahorro (FIM)

Santander Futuro (FIM)

Santander Fondtesoro (FIM) Activos del Mercado Monetario

Superfondo Santander Monetario (FIAMM)

Superfondo Santander (FIAMM)

Santander Dinero Fondtesoro (FIAMM)

Esta es la primera vez que Moody's ha calificado Fondos de Inversión patrocinados por el grupo Santander, y, además, son los primeros Fondos de Inversión calificados en España.

Moody's señala que las calificaciones reflejan la orientación de los gestores de fondos hacia la calidad de la inversión, así como la capacidad de los Fondos para proporcionar el nivel de liquidez necesario que haga frente a los posibles reembolsos solicitados por los partícipes.

Por otro lado, Moody's ha considerado los sistemas altamente desarrollados de contratación, auditoría y vigilancia mantenidos por los gestores y la entidad depositaria, y el hecho de que, la sociedad gestora de los Fondos de Inversión calificados, Gesbansander, tiene una larga experiencia en la gestión de activos con un equivalente a 10.500 millones de dólares (E.E.U.U.) en Fondos de Inversión.

Tanto los Fondos en Activos del Mercado Monetario como los Fondos de Renta Fija calificados por Moody's y a los que se ha otorgado "Aaa" se consideran como pertenecientes a la categoría de

inversión más elevada, similar en calidad a las obligaciones de renta fija calificados "Aaa", es decir, son de la más alta calidad.

Posteriormente, a primeros de abril, la Agencia de Calificación Standard & Poor's ha calificado con el máximo rating a los cuatro Fondos de Inversión de la firma AB Asesores Gestión de Fondos.

Como señala Standard & Poor's en referencia a las calificaciones de los fondos de Asesores Gestión, "los ratings están basados en la calidad crediticia de la cartera de activos, sus políticas de inversión y buena gestión. Los ratings indican que los activos de fondo están compuesto de un mínimo del 85% en inversiones calificadas por S&P como "AAA". El resto de las inversiones tienen un rating de S&P no inferior a "AA"...Los fondos están gestionados por AB Asesores Gestión de Fondos siguiendo las reglas impuestas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. AB Asesores de Gestión de Fondos es la mayor gestora de fondos independiente en España y gestiona aproximadamente unos 170,000 millones de pesetas en fondos de inversión".⁶

Según Standard & Poor's "El rating proporciona a los inversores una confirmación independiente y continua de la calidad del crédito del fondo. S&P revisa mensualmente los informes sobre la composición de la cartera de los fondos. Estos informes proporcionan información actualizada de las inversiones del fondo, estructura de vencimientos, valor actual neto y suscripciones y retiradas de los inversores".⁷

Finalmente, Standard & Poor's ha vuelto a calificar, en diciembre, los Fondos de Inversión de la sociedad gestora Gestimed, del grupo Caja de Ahorros del Mediterráneo.

Los seis fondos son dos FIAMM (Dinermed y Plusmed), tres FIM (Rentimed, Brazamed, y Moneymed), y, un Fondtesoro FIM (Bonusmed).

Todos estos fondos están expuestos al riesgo de tipos de interés y en el caso de Moneymed, al de tipo de cambio.

6. Standard & Poor's. Ratings y Análisis España. "Fundamentos de los Ratings en España: Fondos de Inversión". Julio. 1.995, página 39.

7. Ver Supra.

El 14 de Marzo de 1996, Moody's Investors Service asignó la calificación de "Aaa" a los fondos de renta fija Argentaria Renta (FIM) y Argentaria Tesorería (FIM), gestionados, respectivamente, por Argentaria BEX Gestión y Argentaria Geopostal.

En opinión de Moody's estos Fondos de Inversión Mobiliaria son de carácter abierto (open-ended mutual fund), y tienen distintos canales de distribución aunque siguen objetivos y políticas de inversión similares. Su objetivo es ofrecer un producto de inversión de elevada rentabilidad sin retención, flexible y con total liquidez, facilitando la gestión de tesorería a los partícipes.

El activo de los dos fondos se acerca al equivalente de 34.100 millones de pesetas. Estos Fondos iniciaron su actividad a principios de 1.995 con el objetivo de comercializarlos entre clientes de renta alta y pymes, aseguradoras, corporaciones locales y fundaciones que intentan invertir sus excedentes de liquidez.

Estos Fondos, según Moody's tienen un riesgo crediticio bajo e invierten, principalmente, en títulos emitidos por el Gobierno Español, así como en determinadas emisiones de obligaciones privadas de gran calidad o de organismos semi-públicos de vencimiento menor a dos años.

Esto es, en nuestra opinión, un ejemplo del previsible desarrollo que tendrá el mercado de rating de Fondos de Inversión en España y que nosotros ya apuntábamos:⁸ "Parece evidente que se echa en falta un criterio primordial que proporcione al inversor un elemento mensurable del riesgo a asumir, en definitiva, una calificación de riesgo,...Hay que considerar seriamente, la extensión del rating a los Fondos de Inversión".

8. "López Pascual, Joaquín, "El Rating un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros" Ed.Actualidad Financiera nº 25, Junio 1.993.

"López Pascual, Joaquín, "Una asignatura pendiente", Expansión de 21 de Noviembre de 1.994.: "El rating de Fondos funcionaría como un "indicador del mayor o menor riesgo que un partícipe estaría asumiendo al invertir en un Fondo determinado". "La calificación sería de inestimable utilidad para que el inversor pudiera evaluar la calidad de su Fondo".

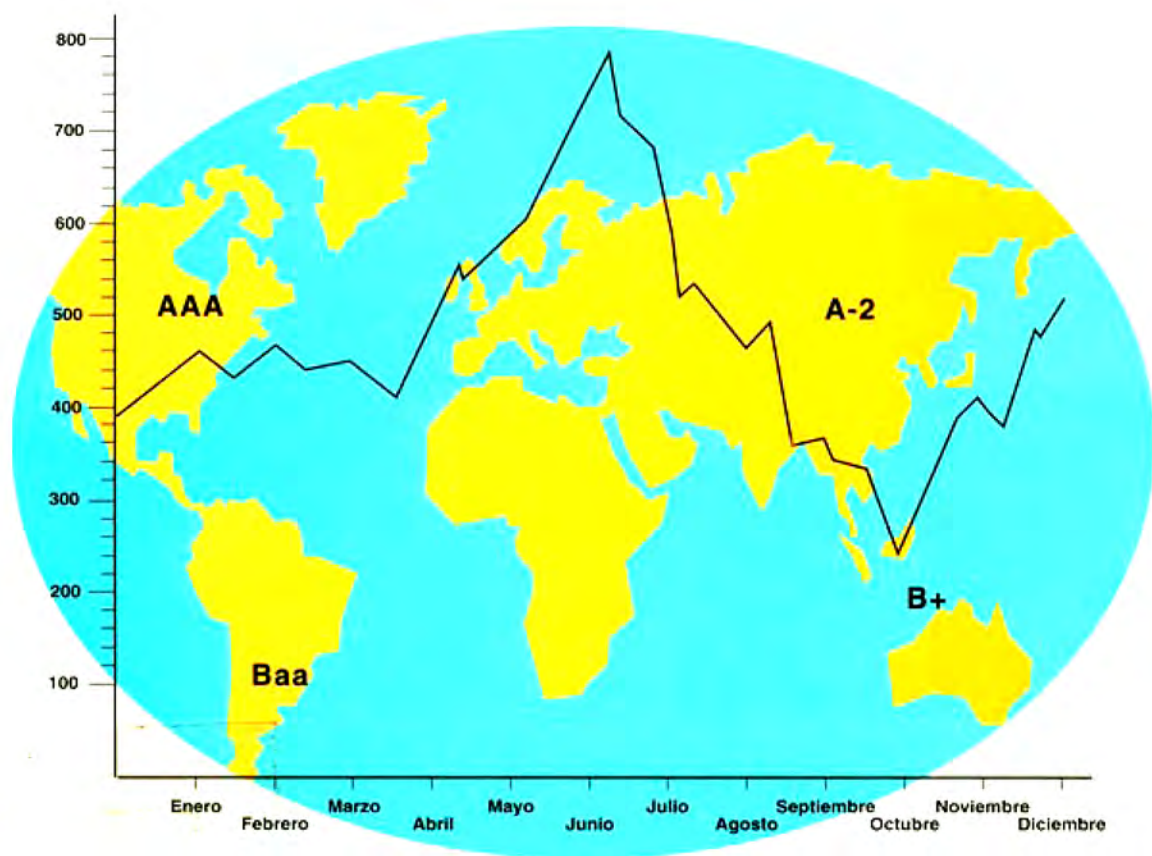
ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617

JOAQUIN LOPEZ PASCUAL

EL RATING Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACION



DYKINSON S. L. 1996

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema Informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

CAPITULO 10

OTROS ASPECTOS RELATIVOS AL RATING

10.1. INTRODUCCION.

No queríamos terminar nuestro estudio sobre la calificación sin referirnos, aunque sea brevemente, a algunas cuestiones que estimamos de especial interés.

Como hemos venido señalando desde el inicio, la calificación o rating no ha de tomarse nunca como un indicador absolutamente infalible e inmutable, por ello, abordaremos a continuación, ciertas objeciones que se han venido apuntando sobre la calificación.

Asimismo, estimamos de interés, dar unas breves pinceladas sobre una óptica más desde la que se puede abordar al estudio de la calificación; desde un prisma jurídico.

10.2. POSIBLES OBJECIONES GENERICAS AL RATING.

El rating pese a su depurado proceso de obtención, no va a suponer una referencia infalible e inequívoca que deba entenderse como "un dogma de fé financiero". La calificación obtenida va a tener un carácter relativo siempre supeditado a una serie de factores que, a nuestro juicio, pueden agruparse en tres.

En primer lugar, un "entorno no constante", las circunstancias políticas, económicas, y sociales del contexto influyen decisiva-

mente en la calificación, y no son permanentemente iguales en el tiempo.¹ Además el trabajo de una agencia de calificación se basa en la información necesaria para el proceso de calificación.

La disponibilidad y fiabilidad de esta información puede variar según entidades y circunstancias.²

En segundo lugar, "el carácter coyuntural" de la calificación, en un momento determinada que puede verse afectado por la marcha posterior de la empresa calificada donde las decisiones pueden hacer variar sensiblemente la calificación obtenida en un momento determinado.

La continua aparición de nuevas técnicas e instrumentos financieros, fruto de la innovación financiera, y de lo que se ha venido en llamar ingeniería financiera,³ contribuyen a acrecentar las dificultades para la calificación.

Por último, la "parcialidad de las fuentes de información" que pueden inducir a una calificación no siempre acertada.

La experiencia hasta la fecha, indica que "las calificaciones en escala de inversión de las dos mayores agencias de calificación (Standard & Poor's y Moody's) presentan un nivel de calidad crediticia sustancialmente superior y una frecuencia de incumplimiento muy baja en comparación con la deuda calificada como especulativa...Dada la falta de datos y la experiencia más limitada de otras agencias no se puede deducir que todas las agencias tengan un historial semejante de exactitud en sus calificaciones".⁴

-
1. Redondo Mercedes. "La calificación o rating de emisiones y emisores" Banco de España-Boletín Económico. Mayo 1.992., página 44: "El principal inconveniente del rating es que su validez hace referencia a una fecha determinada. No se mide la evolución temporal de la cotización de los títulos, ni se incorporan componentes relativos al riesgo de sucesos inesperados en los análisis cuantitativos subyacentes; un acontecimiento que afecte adversamente a la situación económico-financiera del emisor, o de las instituciones que respaldan sus emisiones, podría hacer caer drásticamente el rating de las mismas.
 2. Mochón Morcillo, Francisco: "El papel del rating en la financiación de la empresa internacional". Cuadernos ICE abril, 1.992, número 704, páginas 43-50.
 3. Díez de Castro, L.T. Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan. Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales. Serie Mc.Graw-Hill.Segunda Edición 1.994.
 4. Dallas, George. "Las Agencias de calificación y el mercado de renta fija". Papeles de Economía Española, n° 54, 1.993, página 290.

Todo ello, nos lleva a mantener la idea, apuntada en otro apartado de esta publicación, de entender el concepto de rating como una "interpretación" y no como una "limitación" que deba emplearse como "recomendación de comprar, adquirir o vender un determinado valor".

Sin embargo, modernamente, se han alzado, desde distintos sectores especializados del mundo financiero internacional, opiniones que cuestionaban la capacidad de las agencias de calificación de mantener sus niveles de calidad.⁵

En efecto en los últimos años varios han sido los casos en los que las calificaciones no se han mostrado muy afortunadas en sus predicciones, así las aseguradoras Denmark's Hafnia y Canada's Confederation Life se declararon insolventes.

Los casos, en España y Francia, respectivamente, de Banesto y Credit Lyonnais, dos bancos, que finalmente tuvieron mayores problemas que los que indicaban sus "calificaciones originarias", es otro ejemplo más.

No obstante, no sería ajustarse a la verdad, si no se reconociera que un rating es un instrumento idóneo para el riesgo del crédito, como lo demuestra estudios realizados por la agencia de calificación Moody's.

El problema parece agravarse en el campo de la calificación del riesgo de los países, dado que el "rating país" suele ser una "ciencia menos exacta que la evaluación de una empresa".^{6 7}

Indudablemente la competencia, la aparición y complejidad de calificar los nuevos productos "estructurados" aumentan "el riesgo del rating".⁸

En cualquier caso, nosotros, consideramos que "la calificación a las agencias calificadoras debe ser elevada y que supone, sin ningún género de duda, un factor de estabilización de los mercados

5. Rating the Rating Agencies": The Economist. 15 de Julio de 1.995, páginas 61-62.

6. Rating the Rating Agencies". "Room for improvement": The Economist. 15 de Julio de 1.995, página 62.

7. "Rating the Raters": Institutional Investor. Octubre 1.995, páginas 53-66.

8. "Rating the Rating Agencies". "Room for improvement". Supra. "Rating country risk is a less exact science than evaluating a single company-if nothing else, political factors make forecasting much more hazardous".

financieros y un indicador de referencia necesario, y la mayor parte de las veces acertado, para el inversor particular carente de información y cultura financiera necesaria para conocer, previamente, el riesgo que asume en su inversión".

10.3. ANALISIS JURIDICO DEL RATING.

El rating puede analizarse, también, desde una perspectiva jurídica⁹.

Desde esta perspectiva, hay dos elementos en la relación del rating. En primer lugar, una relación, de tipo contractual, entre la empresa emisora-cliente, y la entidad de calificación (entidad de rating): el cliente solicita los servicios de calificación de esta entidad y abonará el precio correspondiente.

En segundo lugar, el rating se traduce en una calificación, que se hace pública, y cuyo destinatario no es normalmente la propia empresa emisora (que normalmente conoce su propia situación financiera).

Este contrato de rating, por el que una de las partes presta servicios en interés de otra, tiene un carácter bilateral, porque genera obligaciones para ambas partes (ejecutar el rating, pagar un precio), es oneroso, dado que implica una obligación de pago del precio a la entidad calificadora, y, es consensual, perfeccionándose por el consentimiento de las partes.

Además de aquellos países donde la calificación, lleva muchos años aplicándose a emisores y emisiones, el desarrollo del rating está siendo tan importante que su regulación se está incorporando a los ordenamientos jurídicos de varios países.

Así el Código Portugués de Valores Mobiliarios define el rating como "el análisis y evaluación de la organización, gestión, situación económica y financiera y perspectivas de las entidades emisoras de valores mobiliarios representativos de deuda o de valores que, de cualquier forma, tengan la obligación de realizar, sea cual fuere el título, uno o más pagos, periódicos o no, a sus titulares, teniendo como objeto atribuir a esos valores una calificación convencional

9. Cachón Blanco, J.Enrique: "Análisis Jurídico del Rating del mercado de Valores". "Derecho de los Negocios", año 5 número 48, páginas.1-10.

correspondiente al riesgo en que, en la opinión de la empresa especializada que la atribuye, incurrirán los inversores que los adquieren en cuanto al puntual cumplimiento de las obligaciones resultantes para la entidad emisora".

En España, no existe una regulación sobre la calificación, y tan sólo, existe una referencia en la Ley 19/1.992 de 7 de julio sobre Régimen de Sociedades de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización,¹⁰ que en su artículo quinto, apartado octavo señala, en relación con los "Fondos de Titulización Hipotecarios lo siguiente: "El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión". Del tenor literal de este artículo se deriva una referencia explícita a la necesidad de acompañar a estas emisiones titulizadas una calificación elaborada por una "agencia de rating".

10.4. EL RATING Y LA REGULACION.

Recientemente, se ha debatido en Estados Unidos si las agencias de calificación deben mantener su condición actual, es decir una autorización de la Securities and Exchange Commission (S.E.C.)(*) de estar reconocida a nivel internacional, antes de publicar sus "ratings".

En Estados Unidos se exige, tan sólo, que las agencias reciban una autorización de ser lo que se conoce como "nationally recognised statistical-rating organisations" (NRSROS).

Dos décadas después de acuñar este término "NRSROS", algunos analistas¹¹ apuntan la necesidad de redefinir exactamente lo que este concepto supone. En estos momentos, la definición y la cualificación del proceso parecen, en cierta medida, arbitrarios. Esto ha impedido a determinadas agencias el acceso a la condición

10. López Pascual, Joaquín": Marco Legal de los Fondos de Inversión Inmobiliaria". Actualidad del Mercado Financiero. Enero 1.994, páginas 1-11.

(*) La Securities and Exchange Commission es una Agencia del Gobierno Federal de los EE.UU. que se constituye como el máximo órgano regulador del mercado de valores norteamericano, homónimo a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores.

11. Rating the Rating Agencies": The Economist. 15 de Julio de 1.995, páginas 61-62.

de "NRSROS" en los últimos años, como es el caso de la agencia IBCA.

En este sentido se apunta que la regulación de los niveles del rating y de las propias agencias de rating se encuentran en un área gris o indefinida.¹²

El problema sobre la condición de las agencias de calificación se agrava cuando los legisladores, de varios países, aprovechan las calificaciones para fines distintos de los previstos inicialmente.

Así desde 1.982 la Securities and Exchange Commission comenzó a implantar, para los emisores que tuvieran calificadas sus emisiones con el grado de inversión (es decir no como emisiones de carácter especulativo) menor información, un sistema, por el cual, el detalle de la información a facilitar al inversor debía ser menor. En 1.993 una regla similar se introdujo para las emisiones titulizadas (asset-backed securities), tales como títulos hipotecarios titulizados.¹³

Esta tendencia preocupa a las agencias de calificación por dos razones, la primera, porque puede suponer que algunos países puedan tratar las calificaciones y, el rating, en general, como una alternativa para endurecer los requisitos de información y divulgación. La otra razón para las agencias de calificación es que al "descansar" el legislador en la calificación, los emisores pueden intentar presionar para obtener "ratings" más elevados.¹⁴

En este sentido es de gran interés la opinión manifestada por una de las agencias de calificación más importantes Moody's Investors Service, que en un estudio de singular relevancia "Ratings in Regulation. A Petition to the Gorillas".¹⁵

12. Rating the Raters": Institutional Investor. Octubre 1.995, páginas 53-66.

13. Sobre titulización consultar: "Lederman, Jess: "The Handbook of Asset-Backed Securities". Ed. New York of Institute of Finance. New York. 1.990.

14. Rating the Rating Agencies": The Economist. 15 de Julio de 1.995, página 62.: "If there were a distortion in the market, such as an incentive among issuers to press for higher ratings than they actually deserved, then this could eventually show up in a reduced correlation between ratings and default rates".

15. Ver Moody's Investors Service. "Ratings in Regulation. A Petition to the Gorillas. Global Credit Research. Special Comment". June 1.995.

Este informe contiene el texto íntegro del discurso pronunciado por Thomas J. McGuire, Vicepresidente Ejecutivo de Moody's Corporate Department, ante la Securities and Exchange Commission's fifth annual International Institute for Securities Market Development, el 28 de Abril de 1.995 en Washington, DC.

En síntesis, la opinión de Moody's (por medio de su representante Thomas J. McGuire) a los reguladores es, que el uso del rating en la regulación puede parecer como una apropiación eficiente de alto éxito, de una institución del sector privado digna de confianza para beneficio de los mercados financieros y otras políticas de interés público. En realidad, está socavando la independencia, objetividad, y confianza que ha constituido el eje central del papel económico de las agencias de rating en los mercados de crédito durante casi un siglo.

Moody's, por tanto, recomienda que el uso del rating sea eliminado de la regulación financiera, para que el único y último juicio de las opiniones de rating vuelvan a ser los inversores que soportan los riesgos de la inversión en renta fija.

ANEXO N° 1. LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S PARA EMISORES ESPAÑOLES Y FILIALES.

CALIFICACIONES DE MOODY'S

	Fecha en vigor: 14 de Febrero de 1996	Largo Plazo		Corto Plazo	Nota	BfRS
Deuda en Moneda:						
		Dólar	Nacional	Dólar		
BBV	Álava, Diputación Foral de Andalucía,	-	Aa2	-		
	Junta de Grupo Argentaria	Aa3	Aa3	-		
	Banco de Crédito Local de España S.A.	Aa2	-	P-1		B+
	Banco Exterior de España S.A.	Aa3	-	P-1		C+
	Banco Hipotecario de España S.A.	Aa3	-	P-1		B
	BEX América Finance Inc	-	-	P-1		
	Corporación Bancaria de España S.A.	Aa3	-	P-1		
	Extcapital Ltd.	"a3"	-	-		
	Exterior international Ltd.	Aa3	-	P-1		
	Banco Bilbao Vizcaya	Aa2	-	P-1		
BBV	Banco Bilbao Vizcaya Int'l (Gibraltar) S.A.	"a1"	-	-		
	BBV Finance Delaware Inc.	-	-	P-1		
	BBV International Finance Ltd.	Aa2	-	P-1		C
	Banco Central Hispano S.A.	A2	-	P-1		
	Central Hispano N. Amer. Capital Corp.	-	-	P-1		
Banesto	Banco Español de Crédito S.A.	A2	-	P-1		C
	Banesto Delaware Inc.	A3	-	P-1	(1)	
	Banesto Finance Ltd.	A3/Baa1	-	-	(1)	
	Banesto Holdings Ltd.	"baa1"	-	-		
	Banesto Issuances Ltd.	A2	-	P-1		
	Banco Popular Español S.A.	Aa2	-	P-1		A
	Banco Sabadell S.A.	A1	-	P-1		B
	Banco Santander S.A.	Aa3	aA3	P-1		B
	Santander Finance (Delaware) Inc.	-	-	-		
	Santander Finance Ltd.	"a2"	-	-		
	Santander Financial Issuances Ltd.	A2	-	-		
	Santander International Ltd.	Aa3	-	-		
	Santander Overseas Bank Inc.	"a2"	-	-		
	Bankinter	A1	-	P-1		B
	Barcelona, Ayuntamiento de	A2	-	-		
ENDESA	Bizkaia, Diputación Foral de	-	aA2	-		B+
	Caja de Madrid	Aa2	-	P-1		
	Caixmadrid International Ltd.	-	-	P-1		
	Castilla y León, Junta de	-	aA3	-		
	Catalunya, Generalitat de.	A1	A1	-		
	Empresa Nacional de Electricidad S.A.	-	Aa2	-		
	ENAUUSA	-	-	-		
	AUCALSA	Aa2	Aa2	-		
	Autopistas de Navarra	-	Aa2	-		
	Autopistas del Atlántico	Aa2	Aa2	-		
España, Reino de	Aa2	-	P-1			
ICO	Gipuzkoa, Diputación Foral de	-	Aa2	-		
	Hidroeléctrica del Cantábrico S.A.	-	-	P-1		
	Iberdrola S.A.	A1	A1	-		
	Iberdrola International B.V.	A1	A1	-		
	Instituto de Crédito Oficial	Aa2	Aa2	-		
SEPI	Soc. Estatal de Participaciones Industriales	-	-	-		
	INI Finance N.V. (NL)	Aa2	-	-		
	Madrid, Comunidad Autónoma de.	A1	-	-		
	Murcia, Comunidad Autónoma de.	A2	-	-		
	País Vasco, Comunidad Autónoma de.	Aa2	-	-		
	RENFE	Aa2	Aa1	-		
	Repsol S.A.	-	-	-		
	Repsol International Finance B.V.	(P)Aa3	-	P-1		
	Telefónica de España S.A.	-	-	P-2		
	Telefónica North América Inc.	-	-	P-2		
Valenciana, Generalitat	-	Aa3	P-1			

Notas:

1)deuda subordinada

2)BFSR= Calificaciones de Solidez Financiera de los Bancos

En negrilla calificaciones nuevas o modificadas recientemente

BIBLIOGRAFIA

ALTMAN EDWARD I. *Rating Drift in high yields bonds*. Ed. Working paper series.

LEONARD N. *Stern School of Business*. 1.992.

ALTMAN EDWARD I. *Statistical replication of bond quality ratings: a worthwhile or futile exercise?*. Ed. Salomon Brothers. New York. 1.977.

ARCUSA, CARMEN. *Sobre el Significado de los Fondos de Inversión*. Boletín Económico ICE. n° 2384. 27 de Septiembre a 30 de Octubre. 1.993.

AZCOÍTIA G. y otros. *La actitud del ahorrador particular frente a las distintas opciones de inversión colectiva*. Papeles de Economía, n° 35. 1.991.

Banco de España. Boletín Estadístico. años 1.989, 1.990, 1.991, 1.992 y 1.993.

Banco de España. Boletín Económico. años 1.989, 1.990, 1.991, 1.992 y 1.993.

Banco Europeo de Inversiones. *Financiar el Futuro de Europa*. Publicaciones del Banco Europeo de Inversiones. 1.992.

BEATTIE VIVIEN and SEARLE, SUSAN. *Bond Ratings and Inter-Rater Agreement*. Journal of International Securities Market, n° 167, 70 (Summer 1.992).

BOGDANOWITCZ-BIDERT C.A.. *The Supranationals*. Euromoney Publications. Londres. 1.985.

CACHÓN J.E. *Análisis jurídico del rating del mercado de valores*. Ed. Derecho de los Negocios. número 48. año 5.

CASILDA BEJAR RAMÓN. *La Banca en España. Opciones y Tendencias*. Editorial Eudema. Textos de apoyo. 1ª Edición. junio de 1.993.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Informes anuales* Años: 1.989, 1.990, 1.991, 1.992, 1.993, 1.994 y 1.995.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Informes trimestrales de instituciones de inversión colectiva*. Años: 1.989, 1.990, 1.991, 1.992, 1.993, 1.994 y 1.995.

COSTA RAN.L, y FONT, M. *Nuevos Instrumentos Financieros para el Empresario Europeo*. Ed. ESIC. 1ª Edición.

COSTA RAN.L, y FONT, M. *Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial*. Ed. ESIC. 2ª Edición.

CHANDY, P.R. *Commercial paper rating models*. Quaterly journal of business and economics. 1.990.

CHARLTON MICHAEL y PRESCOTT CHARLES, *Las Agencias de Calificación: su desarrollo y su contribución a los mercados financieros*. Papeles de Economía Española. n° 54, 1.993.

CHESEN, JAMES. *Financial determinants of bank holding company credit ratings*. Issues in Bank Regulation. 1.987

DALLAS GEORGE. *Las Agencias de calificación y el mercado de renta fija*. Papeles de Economía Española, n° 54, 1.993.

DIEZ de CASTRO, L.T. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, JUAN. *Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*. Serie Mc.Graw-Hill. Segunda Edición 1.993.

EDWARDS, BEN. *Will the Agencies be SEC Puppets?*. Euromoney, November 1.994.

FERNÁNDEZ-RAÑADA, PEDRO. *Las Instituciones de Inversión Colectiva*. Suplementos sobre Sistema Financiero. Papeles de Economía nº 12. 1.985.

FISHER III.F.G. *The Eurodollar Bond Market*. Editorial Euromoney. Londres.

GARCÍA VAQUERO, V. *Los Fondos de Inversión en España*. Boletín Económico del Banco de España. Diciembre 1.991.

Institutional Investor: *Rating the raters*. Institutional Investor, Octubre 1.995.

INVERCO: *Dossier de Prensa*. años: 1.990, 1.991, 1.992, 1.993, 1.994 y 1.995.

INVERCO: *Estadísticas de la Federación Europea de Instituciones de Inversión Colectiva*. años 1.992 y 1.993.

INVERCO: *Publicaciones sobre Instituciones de Inversión Colectiva*.

JIMÉNEZ BLANCO, A. *El Derecho Público del Mercado de Valores*. Editado por el Centro de Estudios Ramón Areces. 1.991.

LEDERMAN, JESS. *The Handbook of Asset-Backed Securities*. Ed. New York of Institute of Finance. New York 1.990.

LIU PU. *Interest yields, credit ratings, and economic characteristics of state bonds: an empirical analysis*. 1.984. Ed. Journal of Money, Credit and Banking, vol. XVI, nº 3, august 1.984.02-104.

LOPEZ PASCUAL JOAQUÍN. *Instituciones de Inversión Colectiva: Aproximación a los fondos de inversión*. Actualidad Financiera. nº 10. Marzo 1.991.

LOPEZ PASCUAL JOAQUÍN. *El Rating un indicador de referencia para el inversor particular susceptible de aplicación a otros productos financieros*. Actualidad Financiera. nº 25 junio 1.993.

LOPEZ PASCUAL JOAQUÍN. *Consideraciones Generales sobre el Rating*. Actualidad Financiera. nº 35. 20 de Septiembre de 1.991.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, JUAN. *La Estructura Temporal de los Tipos de Interés*. Actualidad Financiera. n° 18. mayo 1.991.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. y LOPEZ PASCUAL J. *Renta Fija y Fondos de Inversión*. Ed. Pirámide 1.996.

MOLERO ANGELES. *Rating de la banca: IBCA baja las notas*. Ed. Actualidad Económica. n° 1.588, del 21 al 27 de noviembre de 1.988.

Moody's Investors Service. *Moody's starts with the basics*.

Moody's Investors Service. *Moody's Credit Ratings and Research*. 1.995.

Moody's Investors Service. *Mutual Fund Credit Rating Methodology*. Global Credit Resarch. January 1.995.

Moody's Investors Service. *Moody's Fund Rating. Description of Rating Process, Money Market and Bond Mutual Funds*. 1.993.

Moody's Investors Service. *Mutual Fund Credit Rating Methodology*. January 1.995.

Moody's Investors Service. *Moody's Money Market and Bond Fund Market Risk Ratings*. September 1.995.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Spanish Regional Governments and Municipalities*. December 1.994.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Spain*. November 1.995.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Sovereign Risk: Bank Deposits vs. Bonds*. October 1.995.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Rating in Regulation. A Petition to the Gorillas*. June 1.995.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Commercial Paper Defaults and Rating Transitions, 1.972-1.995*. December 1.995.

Moody's Investors Service. Global Credit Research. *Corporate Bond Defaults and Defaults Rates*. January 1.995.

NAVARRO ELOLA LUIS. *Las Agencias de Rating: una visión de conjunto*. Ed. Estrategia Financiera, n° 92. Enero 1.994.

OLIVERA CASAUCAU ANA M^a. Tesis doctoral, dirigida por Jaime Gil Aluja y presentada en la Universidad Central de Barcelona sobre *Las Agencias de Rating: análisis funcional y aplicación al mercado español*.

ONTIVEROS E. y otros. *Mercados Financieros Internacionales*. Editorial Espasa Calpe. 1.991.

ORAL MUHITTIN. *An estimation model for country risk rating*. Ed. International journal of forecasting December 1.992.

PRETUS RUBIO ENRIQUE. *El rating: su aplicación en las entidades financieras*. Actualidad Financiera n° 10. marzo 1.993.

RAIMBOURG PHILIPPE. *Les Agences de Rating*. Ed. Economica. Collection gestion. París. 1.990.

REDONDO MERCEDES. *La calificación o rating de emisiones y emisores*. Banco de España. Boletín Económico. Mayo 1.992.

REEDER CLAUDIA. *El papel de las agencias de calificación*. Ed. Moody's Investors Service. Londres 1.993.

RODA FERNANDO. *Las Instituciones de Inversión Colectiva*. Papeles de Economía Española. n° 49. 1.991.

SÁNCHEZ ASIAÍN, J.A.; FUENTES QUINTANA E. *Reflexiones sobre la Banca*. Ed. Espasa Calpe . Biblioteca de Economía. Serie Estudios. 1.992.

SCHWEITZER, ROBERT. *Bond rating agencies and their role in bank market discipline*. Journal of financial services research. 1.992.

Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid. *Informe anual del Protector del Inversor*. 1.992, 1.993, 1.994 y 1.995.

Standard & Poor's. *Rating y Analisis en España*. Número 1 de junio 1.993.

Standard & Poor's. *Credit Review*.

SUÁREZ A. *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. 1.990.

TAPIA HERMIDA, A. *Legislación de Instituciones de Inversión Colectiva*. Ed. Civitas. 1.992.

The Economist: "Rating the Rating Agencies". "The Economist", 15 de julio 1.995.

ZVI BODIE, KANE ALEX, MARCUS, ALAN.J. *Investments*. Ed. Irwin. Homewood. Boston. 1.993.

ISBN 84-8155-161-9



9 788481 551617