

Las agencias internacionales de calificación del riesgo

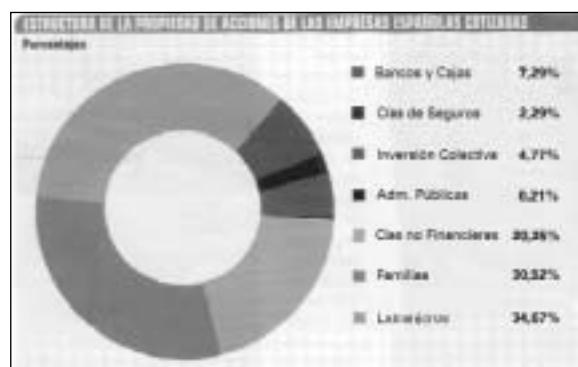
Benjamín Hernández Blázquez

En el ámbito de la economía europea y mundial es destacable el protagonismo creciente de los mercados financieros, por lo que, consecuentemente, la sociedad necesita de sus dirigentes, actitudes de innovación, adaptación y continua revisión de procedimientos y métodos. Los mercados deben estar preparados para afrontar la demanda de inversiones más heterogénea, y empresas que provienen ya del ámbito doméstico, ya del entorno internacional cada vez más cercano.

Los proyectos y desarrollos de envergadura, tanto a corto como a medio plazo, auspiciados por las bolsas españolas, pueden enmarcarse en el entorno referido. Objetivos y proyectos que tienen como meta la adaptación técnica y operativa del sistema bursátil español (SIBE) a estándares internacionales, o la consolidación de las infraestructuras del Mercado Latinoamericano (LATIBEX) generado y catalizado desde la Bolsa Española.

Asimismo, la propiedad de las acciones cotizadas en España ha sufrido un cambio sustancial cuando no, revolución, en el último decenio (cuadro 1). En este sector, la reducción hasta niveles cercanos a cero, de la participación de las Administraciones Públicas en la propiedad de las acciones es, sin duda, el fenómeno más relevante de finales de siglo. Su participación porcentual ha caído del 17% en el año 1992 hasta el 0,18% en el 2000 (cuadro 2). Los sectores que han relevado a las

Administraciones han sido tanto los relacionados con el aumento de la presencia en el mercado de las familias españolas como los inversores extranjeros.



Cuadro 1 - Fuente: Bolsa de Madrid

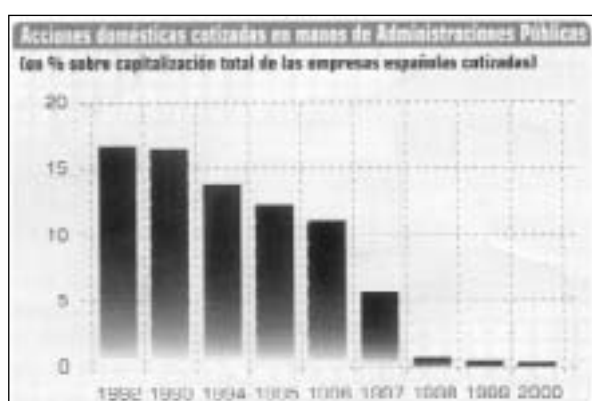
La dinámica sociedad actual y la acompasada bolsa, se encuentran cotidianamente en situaciones de fusiones, absorciones, OPAs, splits o planes de ajuste para esquivar quiebras o reestructurar la deuda; pero en la naturaleza, nada hay gratuito, tampoco en la sociedad: cada movimiento cuantitativo o cualitativo implica un riesgo.

El objetivo es detectar y analizar cómo se mide ese riesgo evidente de una forma objetiva; que puede afec-

Las agencias internacionales de calificación del riesgo

tar a un país o una empresa que emite renta fija. Los encargados de calificar, evaluar o poner nota tanto a los emisores como a las emisiones concretas, son las Agencias Internacionales de Calificación o de Rating.

Cuando el prestatario decide acudir al mercado financiero internacional sabe que el prestamista lo primero que va a analizar es el índice o grado de insolvencia que tiene, esto es, el peligro de que el emisor no pague la deuda: intereses o principal; este riesgo afecta al interés de los bonos, por lo que si el riesgo es mayor devenga mayores intereses para los inversores.



Cuadro 2

Las Agencias de Calificación independientes emplean su propia nomenclatura y puntúan la capacidad o probabilidad de satisfacer los intereses y el principal de la deuda de las Sociedades. Las entidades más conocidas son: Standard & Poor's (S.P.); Moody's e

IBCA (Interband Company Analysis). La primera difunde la calificación de más de dos mil compañías en USA, de 8000 ciudades, así como 250 préstamos de otros países; la Moody's califica 4000 empresas internacionales, y la británica IBCA califica entidades financieras diversas. La S.P. opera a través de Iberating, empresa que controla el 25 % del capital, el resto corresponde a ICO y a las cuatro bolsas españolas; También las otras dos agencias tienen delegaciones en España.

Además de estas tres Agencias Calificadoras que podíamos denominar clásicas, existen otras varias (véase tabla 1) que en lo sucesivo pueden aumentar en número.

Riesgo. Según el Diccionario de la Real Academia de la Lengua, es "cada uno de los accidentes o contingencias que pueden ser objeto de un contrato de seguro". Según Corominas proviene del mismo origen que el castellano antiguo *risco*: peñasco escarpado, (siglo XIII) y este del latín *resicare*: sembrar discordia, debido al peligro que corre el que transita por estos lugares o el navegante que se acerca a un escollo. En términos financieros es la probabilidad de sufrir un daño o pérdida; claramente esta es más alta en los activos más arriesgados. En la mayoría de los idiomas europeos tiene casi idéntica grafía y contenido semántico.

Con la acepción de peligro se simboliza plásticamente por un puñal, una calavera y una cruz, generalmente de color rojo. El riesgo de insolvencia hace la función de riesgo específico o no sistemático, y por

País	Nombre	Entorno	Difusión
EE.UU.	Fitch Inverstors Service	Nacional	Internacional
	Duff & Phelps	Nacional	Nacional
	McCarthy	Nacional	
	Crisanti & Maffei	Bonos basura	Nacional
	Bankwatch	Bancos	Nacional
Europa	Eurorating	Europa	Internacional
	Agenc. d'Eval, Fianancière	Mercado París	Local
	Nordisk Rating	Suecia	Nacional
Japón	Japan Bond Research	Euroyen	Internacional
	Nippon Investors Service	Euroyen Nacional	Internacional
	Japan Credit Rating	Euroyen	Internacional

Tabla 1

tanto diversificable de las emisiones de renta fija. La mayoría de los economistas y asesores bursátiles distinguen cuatro clases de riesgo: soberano, industrial, empresarial y legal.

Riesgo soberano. Tiene como finalidad deducir si las emisiones de un país pudieran tener acceso a las divisas precisas para cumplir sus obligaciones en títulos de deuda en moneda internacional. Por tanto la calificación otorgada a un país (véase tabla 2) es una medida de la capacidad potencial de su banco emisor de poner a disposición de las emisiones, las divisas requeridas para atender la deuda; por lo que su calificación incluye, además del grado crediticio estatal, la totalidad de la deuda de un país, pública y privada. El análisis incide sobre todo en problemas de estructura e infraestructura, anomalías o ambigüedades susceptibles de vulneración en la generación de riqueza sectorial del país.

Estado	Deuda a largo plazo
Alemania	Aaa
Austria	Aaa
Bélgica	Aa1
Dinamarca	Aa1
España	Aa2
Finlandia	Aa2
Francia	Aaa
Grecia	Baa3
Holanda	Aaa
Irlanda	Aa2
Italia	Aa3
Luxemburgo	Aaa
Reino Unido	Aaa
Suecia	Aa3

Tabla 2: Calificaciones del riesgo soberano de los países de la U.E. en 1977.

Riesgo Industrial. Trata de reflejar los riesgos y oportunidades de inversión que existen en este sector del emisor, con vistas a la evolución futura de la empresa analizada. Las variables que se estudian son:

VI_1 = Peso relativo que tiene en la actualidad dentro del PIB del país.

VI_2 = Resistencia del sector industrial al movimiento de los ciclos económicos.

VI_3 = Tendencias históricas en la regulación industrial.

VI_4 = Competencia nacional e internacional.

VI_5 = Incidencia de las nuevas tecnologías.

VI_6 = Logística interior y exterior.

Riesgo empresarial. Mide la capacidad de reacción, reflejos e imaginación de los directivos de la empresa ante eventos imprevistos y el grado de mantenimiento de la rentabilidad dadas estas premisas. Asimismo se analiza la posición absoluta y relativa del emisor en el sector industrial. Este riesgo tiene en cuenta las siguientes variables:

VE_1 = El equipo directivo general que implica el pasado, presente y posibilidades futuras de la empresa así como la trayectoria profesional de los dirigentes o socios y sistemas de control

VE_2 = Posición en el mercado en términos absolutos y relativos, ciclos de vida de sus productos. Puntos débiles y fuertes del sector en que opera.

VE_3 = Posición financiera, es decir, índice de liquidez, endeudamiento neto, acceso a la financiación y comparación entre los vencimientos, los de las inversiones y de sus deudas, estructura de los costes, cláusulas de protección de sus activos, etc.

VE_4 = Plan de actividades, verificación de la adecuación de las diversas políticas de gestión y discernir su consistencia en relación al mercado en que realiza su función. Canales de distribución, mayoristas, minoristas etc.

Riesgo Legal. En este apartado, se analiza y se jerarquiza, que las leyes del país ofrezcan la garantía precisa para que los contratos y emisiones se ajusten a derecho, y sean factibles de ejecutar. El riesgo legal se refiere a la incidencia que la estructura de la emisión calificada pueda tener en la calidad del crédito.

RATIOS, ANÁLISIS

Es una relación entre dos magnitudes, que puede expresarse como cociente o porcentaje. Entre los romanos, ratio era la proporción de monedas acuñadas por libra de metal, lo que repercutía directamente en el peso del numerario y en su valor intrínseco dependiendo de la cantidad de metal noble contenido en él.

La evaluación de empresas y otras entidades puede, asimismo, realizarse a través del estudio de la tendencia de ratios financieros. Los más frecuentes son:

BAIT/CFF	BAIT/DLP	FCO/DLP	DLP/(DLP+FP)	CALIFICACIÓN (SP)
7.48	25.60	309.0	9.00	AAA
4.43	22.00	118.4	18.9	AA
2.93	18.00	75.4	24.5	A
2.30	12.10	45.7	31.50	BBB
2.03	13.80	27.0	45.50	BB
1.51	12.00	19.0	52.1	B
0.75	2.70	15.1	69.2	CC

Tabla 3: Relaciones entre los Ratios más utilizados en la calificación de Bonos.

NOTAS: BAIT: Beneficio antes de intereses e impuestos; CFF: Costes fijos financieros; DLP: Deuda a largo plazo; FCO: Flujo caja operativa; FP: Fondos propios.

- a) Ratios de Cobertura.** Expresan la relación existente entre los beneficios empresariales y los costes fijos. Cuando son bajos o tienden a la baja, los ratios constituyen indicadores que prevén dificultades en la tesorería. Se utiliza el ratio de cobertura de intereses, que se obtiene dividiendo el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) entre los intereses de las deudas.
- b) Ratios de apalancamiento.** Relacionan el valor de la deuda con los fondos propios, de tal forma que un ratio muy alto significará un excesivo endeudamiento, y que implica un alto riesgo de suspensión de pagos. Una variante consiste en dividir la deuda entre los recursos financieros, ambos datos a largo plazo implican una revisión de los Hedge Funds, o fondos apalancados, mediante la utilización de productos derivados.
- c) Ratios de liquidez.** Miden la probabilidad de la compañía de hacer frente a sus deudas más cercanas a través del dinero que va generando. Relacionar el activo circulante con el pasivo circulante; una variante de ésta es el ratio de tesorería ordinaria corriente, que es el cociente entre el activo circulante una vez descontadas las existencias y el pasivo circulante.
- d) Ratios flujos de caja.** Relacionan el flujo de caja con la deuda a largo plazo, lógicamente, cuanto mayor sea, indicará la posibilidad de la empresa para saldar los pagos generales por intereses o amortizaciones diversas.
- e) Ratios de rentabilidad.** Son dos principales y relacionan el beneficio obtenido sobre los activos

o sobre los fondos propios. El ratio de rendimiento económico se obtiene dividiendo al BAIT entre los activos totales de la empresa. El ratio de rendimiento financiero es el cociente entre el beneficio antes de deducir impuestos, y los fondos propios. Las sociedades que tienen altos ratios de rendimiento, tienen ventajas cuando emiten títulos en los mercados debido a las elevadas rentabilidades que propugnan.

En análisis bursátil se utiliza frecuentemente el Price Earning Ratio (PER) que es un indicador resultante de dividir la cotización de una acción, entre el beneficio distribuable correspondiente a dicha acción.

Estos ratios considerados fundamentales, y otros complementarios, todos ellos relativos a sociedades puntuales, deben evaluarse siempre en el contexto que se estudie, por lo que el rango entre ellos difiere. Diversos estudios sobre variables económicas que inciden en la coyuntura de un país o empresa, y que pueden significar que una entidad obtenga una alta calificación, se debe o está fuertemente correlacionado con:

1. Bajos ratios de endeudamiento.
2. Elevada rentabilidad económica.
3. Escasa variación relativa de los beneficios en el tiempo.
4. Magnitud de la empresa.
5. Mayores ratios de cobertura de gastos financieros.
6. Mínima deuda subordinada.
7. Escasa o controlable volatilidad de las acciones.

Además y dentro de la naturaleza y fines de la sociedad, existen análisis que, antes de evaluar los riesgos referidos tienen en cuenta o miden otra clase de riesgos: los subjetivos, dado que existen:

- Agentes aversos al riesgo, que en la actualidad son mayoría.
- Agentes proclives o amantes del riesgo.
- Agentes indiferentes al riesgo.

DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO

Se denominan así las respectivas diferencias entre el rendimiento (R_i) de dos bonos B_1 B_2 semejantes, pero con calificación distinta; concepto importante en análisis bursátil, dado que el diferencial entre dos categorías de riesgo nos proporciona una medida de la prima de insolvencia. Ésta es realmente, el distinto rendimiento entre un bono con una calificación concreta y otro carente de riesgo. Los bonos son evaluados como inversión o especulación, según que iguallen o superen cierta calificación de SP o Moody's o se situen por debajo de ellas. Las diferencias de rendimiento fluctúan en función del tiempo haciéndose más amplias en periodos de recesión, dado que el riesgo de insolvencia tiende a aumentar, más que proporcionalmente para las sociedades de peor calidad, y las inversiones son más adversas en este tipo de coyuntura.

Es decir cuando mayor es el tipo de interés, mayor será la carga de deuda y menores los flujos de caja del emisor para enfrentarse a la misma. Por lo tanto, una elevación de los tipos, tiende a provocar un riesgo de insolvencia mayor; en periodos de crecimiento ocurre justamente lo contrario.

	Enero	Mayo
Bonos de Tesoro	7.8	8.6
AAA	8.5	9.3
AA	9.0	9.6
A	9.2	9.90
BBB	10.1	10.6

Tabla 4: Tipos de intereses de las obligaciones a largo plazo de un país durante los meses enero a mayo de 1990

La prima de insolvencia de los bonos calificados como BBB sería $1010 - 780 = 230$ puntos en enero de 1990 y en mayo $1060 - 860 = 200$; por lo que se ha reducido en cinco meses, $230 - 200 = 30$ puntos, es decir 30/5 una media de 6 puntos básicos.

SIGLAS Y ACRÓNIMOS BURSÁTILES

Calificación de las principales Agencias Internacionales

Teniendo en cuenta los análisis anteriores de riesgos y ratios, o bien, combinaciones diversas de unos y otros, todas las sociedades grandes o pequeñas, son susceptibles de calificarse aplicándolas las siguientes agrupaciones de letras. La nomenclatura corresponde a la S.P. similar a la Moody's.

- AAA.** Corresponde a la calificación más alta. Indica que la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es "extremadamente fuerte".
- AA.** Significa que la capacidad del emisor para solventar sus obligaciones es "muy fuerte".
- A.** Esta tipificación es más frágil que las anteriores cuando emergen condiciones económicas adversas, o ante cambios coyunturales, pero la capacidad que da al emisor es "fuerte".
- BBB.** Se otorga a emisiones con parámetros de protección adecuados pero si se dan condiciones adversas, se puede producir una reducción de la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras, "Calificación media".
- BB.** Menos vulnerable al incumplimiento de pago que otras emisiones especulativas. Sin embargo el emisor podría ser incapaz de cumplir sus compromisos en ciertas situaciones adversas. "Mas bajo de la media".
- B.** Se otorga a emisiones que en condiciones adversas pueden ver reducidas su capacidad o intención de cumplir con los compromisos financieros establecidos.
- CCC.** Una obligación con esta calificación es vulnerable a un incumplimiento de pago y depende de condiciones financieras y comerciales favorables para que el emisor pueda cumplir con sus compromisos. Si las circunstancias son diversas, la probabilidad de incumplimiento es elevada. Totalmente especulativa.
- CC.** Este rating representa una emisión como fuertemente vulnerable a un incumplimiento de pago. Totalmente especulativa.

Standard & Poor's			Moody's	
AAA	La mejor calificación	Inversión	Aaa	Calidad superior
AA	Calificación alta		Aa	Alta calidad
A	Por encima de la media		A	Superior al grado medio
BBB	Calificación media	No inversión	Baa	De grado medio
BB	Por debajo de la media		Ba	Posee elementos especulativos
B	Especulativa		B	Le faltan características inversoras
CCC-CC	Totalmente especulativa		Caa	Riesgo de impago
C	En proceso de quiebra pero aún paga intereses.		Ca	Muy especulativa. Casi seguro impago de intereses.
DDD-DD	Impago, con calificación indicativa del valor de liquidación relativo		C	El grado más bajo

Tabla 5.

- C.** Indica una situación en la que se ha pedido la quiebra del emisor aunque continúa efectuándose pagos.
- D.** Se refiere a incumplimiento de pago; asimismo se utiliza cuando los pagos de una emisión no se efectúan en las fechas previstas y cuando se ha instruido la quiebra de la empresa.

Las seis primeras calificaciones (Aes y Bes) pueden ser modificadas cuando se les añade un signo (+) o (-) con el fin de precisar situaciones relativas de fortaleza o debilidad, dentro de las categorías de riesgo. Por otra parte, la perspectiva de la calificación evalúa la dirección potencial de largo plazo. Al asignar una perspectiva se tienen en cuenta los cambios en las condiciones económicas y de mercado. La perspectiva puede ser positiva (la calificación puede aumentarse), negativa (puede bajarse), o con tendencia a la estabilización. La revisión especial (Credit Watch) indica la dirección potencial de una calificación en función de posibles o probables fusiones, absorciones o proyectos en general.

Por lo tanto, existen muchas emisiones a corto plazo con sus respectivas calificaciones en cierto modo paralelos a las anteriores y que van desde:

A-1 "extremadamente fuerte" hasta

SD y D : cuando la empresa calificadoras (en este caso SP) cree que el incumplimiento de compromisos puede ser general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna de sus obligaciones. Se otorga una calificación SD cuando se trata de situaciones de incumplimiento en relación con una emisión específica.

La obtención de una calificación por parte de empresas o sociedades, proporciona a éstas una serie de ventajas entre otras: el prestigio en la comunidad financiera internacional, por lo que permitirá unos menores costes financieros a la hora de emitir deuda, facilitando la liquidez de la misma de acuerdo con las inversiones.

TRATAMIENTO ESTADÍSTICO

Para analizar la tendencia de una serie de datos de riesgos o ratios, es necesario disponer de una sucesión de frecuencias del mayor recorrido posible. Se utilizan la mayoría de los métodos inherentes al análisis técnico y fundamental. Siguiendo a Edward Attman, su precursor, muchos asesores bursátiles relacionan el riesgo de insolvencia con varios ratios financieros, los cuales actuaban como predictores del mismo. A través de su puntuación Z_i el método más fiable para prever la insolvencia de una sociedad, es el uso de esos ratios de la siguiente forma:

$Z_i = 1.2 x_1 + 1.4 x_2 + 3.3 x_3 + 0.6 x_4 + 0.99 x_5$ en la que figuran ciertos coeficientes $> y <$ que 1, siendo:

$x_1 =$ Capital circulante / Total de activo

$x_2 =$ Beneficios no repartidos / Total de activo

$x_3 =$ BAIT / Total de activo

$x_4 =$ Valor de mercado de las acciones / Valor contable de las deudas

$x_5 =$ Ventas / Total de activo

El resultado final de Z_i se compara con una tabla que consigna, que una empresa (E_i) con $Z_i < 1,8$ es propensa a la insolvencia; si Z_i disminuye, el valor de riesgo, mayor será la probabilidad que los indicios de riesgo converjan en realidad.

HERNÁNDEZ B. "Bolsa y Estadística Bursátil". Díaz de Santos. Madrid 1999

MASCAREÑAS, J. "Renta fija y fondos de inversión". Pirámide. Madrid 1997

SOLDEVILLA, E. "Los fondos de inversión, gestión y valoración". Pirámide, Madrid 1999

BIBLIOGRAFÍA

BOLSA DE MADRID, nº 106, Enero 2002

BOLSA DE MADRID Nº 104, Noviembre 2001