

El estudio pone de manifiesto la importancia que están adquiriendo las agencias de rating en el mercado de valores español como difusoras de información

## ¿Contienen los cambios de rating información relevante para los inversores del mercado bursátil español?

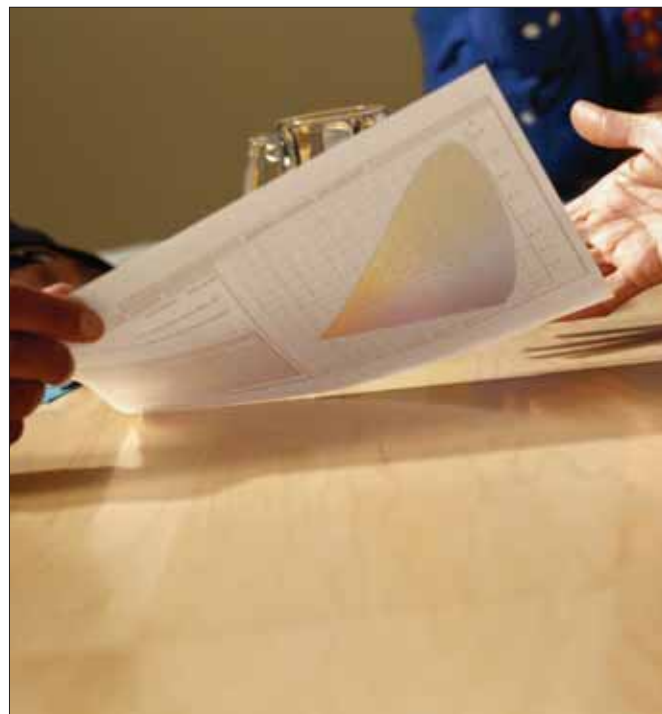
**Pilar Abad.**

Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de Vigo.

**M. Dolores Robles.**

Departamento de Fundamentos del Análisis Económico II de la Universidad Complutense de Madrid.

Muchas de las decisiones que toman las empresas son interpretadas por los mercados como señales de sus perspectivas futuras. De entre estas señales, las decisiones de endeudamiento en sus distintas formas han recibido especial atención en los últimos años. Las agencias de rating publican calificaciones sobre la deuda corporativa emitida por una gran parte de las empresas del mercado bursátil español, tanto en el momento de la emisión, como en sucesivas revisiones periódicas o cuando tiene lugar algún acontecimiento que pueda afectar a la solvencia de la empresa. En este sentido, la actividad calificadora de estas agencias puede estar señalizando variaciones en las perspectivas futuras de las empresas y, por ello, contener información valiosa a la hora de determinar el valor de las mismas. Por ello cabe preguntarse si las variaciones en el rating de la deuda corporativa contienen información relevante para los inversores, es decir, si el mercado responde ante dichas variaciones<sup>(1)</sup>.



Los mercados financieros constituyen uno de los ámbitos en los que la información asimétrica se manifiesta de forma más clara. En ellos, los inversores pueden acceder sólo a una pequeña parte de la información relevante, que es conocida completamente por los gerentes y administradores de las empresas. En principio, al menos en el caso de las empresas con mejores perspectivas, cabría pensar que los gestores estarán interesados en propor-

cionar toda la información a los inversores. De este modo, éstos podrían anticipar correctamente los flujos de caja futuros de la sociedad y realizar una valoración correcta de la misma. Sin embargo, existen varios inconvenientes. Por un lado, la información proporcionada puede beneficiar a las empresas competidoras, y, por otro, es posible que dicha información pierda su valor al hacerse pública.

En este contexto, muchas de las decisiones que toman las empre-

(1) El presente artículo pretende resumir las conclusiones más significativas de un trabajo más amplio, titulado "Contenido informativo de los cambios de rating en el mercado de valores español" publicado como Documento de Trabajo del Instituto Complutense de Análisis Económico de la Universidad Complutense de Madrid.

sas son interpretadas por los mercados como señales de sus perspectivas futuras. Entre las más importantes se destacan el reparto de dividendos, las ampliaciones y reducciones de capital, las decisiones de financiación y endeudamiento, etc. Sin embargo, muchos estudios realizados sobre este tema ponen de manifiesto que no está claro que todas estas decisiones aporten información relevante para los inversores. Del mismo modo, es posible que aquellas que tienen información no la tengan siempre, y que esa información no sea igualmente importante en todos los mercados.

#### DECISIONES DE ENDEUDAMIENTO E INFORMACIÓN

De entre estas señales, las decisiones de endeudamiento en sus distintas formas han recibido especial atención en los últimos años. Algunos autores mantienen que el mercado reacciona positivamente ante anuncios de la concesión de financiación bancaria y ante emisiones de títulos de deuda avaladas por entidades financieras, ya que estas entidades poseen una capacidad superior para obtener y evaluar la información sobre las empresas. Además, dado que éstas suponen la obligación de realizar pagos periódicos, los gestores, que son adversos al riesgo, sólo utilizarán esta forma de financiación cuando las perspectivas sean claramente positivas. Sin embargo, los estudios realizados para los mercados norteamericanos no han sido concluyentes a este respecto. Así, autores como Eckbo (1986) y James (1987) no encuentran respuestas significativas por parte de los mercados ante emisiones públicas de deuda. Otros, como Best y Zhang (1993) o Billet et al. (1995) muestran evidencia de reacción

**TABLA 1. Grados de calificación de la deuda**

	Moody's <sup>a</sup>	Standard & Poor's <sup>b</sup>	Fitch-IBCA <sup>b</sup>
<b>Categorías</b>			
Calidad Superior	Aaa	AAA	AAA
Alta calidad	Aa	AA	AA
Superior a la media	A	A	A
Media	Baa	BBB	BBB
Por debajo de la media, especulativa	Ba	BB	BB
Muy especulativa	B	B	B
Totalmente especulativa	Caa	CCC	CCC
Alto riesgo de insolvencia	Ca, C	CC	CC, C
Insolvencia			DDD, D, D
<b>Perspectivas</b>			
No va a cambiar	Estable	Estable	Estable
Puede bajar	Negativa	Negativa	Negativa
Puede subir	Positiva	Positiva	Positiva

*a* Aplica los sufijos numéricos 1, 2, y 3 en cada clasificación genérica, de Aa hasta Caa. 1 indica que la obligación está en el lugar más alto de su categoría genérica; 2 indica una posición media y 3 indica una clasificación inferior.

*b* Aplican los sufijos "+" o "-" para indicar la posición relativa dentro de una categoría genérica entre las categorías AA hasta CCC

positiva ante anuncios de concesión de financiación bancaria y ante emisiones de deuda garantizada. Por el contrario, los estudios para el mercado bursátil español [González (1997) y Arrondo y Fernández (2002)] revelan una respuesta favorable ante ese tipo de decisiones de endeudamiento.

#### CAMBIOS EN LA SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS: EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE RATING

Tras la emisión inicial de la deuda, ésta se puede ver sometida a un proceso de calificación en términos de su calidad crediticia por parte de agencias independientes. Las agencias de *rating* más importantes a nivel internacional son *Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch/IBCA*. Estas agencias publican calificaciones sobre la deuda corporativa emitida por una gran parte de las empresas del mercado bursátil español, tanto en el momento de la emisión, como en sucesivas revisiones periódicas o cuando tiene lugar algún acontecimiento que pueda afec-

tar a la solvencia de la empresa. En este sentido, la actividad calificadora de estas agencias puede estar señalizando variaciones en las perspectivas futuras de las empresas y, por ello, contener información valiosa a la hora de determinar el valor de las mismas.

Por ello cabe preguntarse si las variaciones en el *rating* de la deuda corporativa contienen información relevante para los inversores, es decir, si el mercado responde ante dichas variaciones. En este sentido, las agencias afirman tener acceso a información privada sobre las empresas que los gestores les proporcionan con objeto de poder realizar su labor calificadora. De este modo, cambios en la calificación estarán asociados a cambios en la capacidad de las empresas para generar rentas para el accionista, que éste desconoce. Sin embargo, autores como Wakerman (1990) disienten, argumentando que estas agencias únicamente resumen información que ya es pública, por lo que los cambios de *rating* no

tienen valor informativo para el mercado.

Inicialmente, los estudios sobre este tema realizados para los mercados americanos como los de Cornell et al. (1989), Followill y Martell (1997) y Goh y Ederington (1993, 1999), muestran una reacción claramente negativa ante descensos de calificación de la deuda, no encontrando ninguna reacción ante los ascensos. En el caso del mercado español, esta cuestión no ha sido hasta el momento objeto de estudio.

#### LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA CORPORATIVA

Los *rating* sobre deuda son asignados por las agencias en el momento de la emisión y posteriormente son objeto de revisión. Éstas generalmente se traducen bien en una confirmación de las calificaciones o bien en cambios en el *rating* que reflejan la consideración por parte de la agencia de que se ha producido una mejora o un deterioro en la solvencia de la empresa emisora. Las variaciones pueden implicar: (a) un cambio en la categoría asignada o en la posición relativa dentro de una determinada categoría, y/o (b) un cambio en la perspectiva de la calificación, la cual muestra la evaluación de las tendencias o los riesgos y su impacto potencial en la dirección de la calificación crediticia del emisor. Independientemente de la variable a la que afecte la noticia publicada por la agencia de *rating*, podemos distinguir entre cambios positivos (aquellos que implican una mejora en la calificación), negativos (aquellos que implican un deterioro) y nullos (aquellos que confirman las calificaciones anteriormente emitidas). En la **Tabla 1** se muestran las distintas categorías de calificación de las tres principales agencias de

rating, así como las diferentes perspectivas.

En ocasiones, las agencias de rating declaran haber incluido la deuda emitida por una determinada empresa en una lista de vigilancia, lo cual implica una elevada probabilidad de sufrir algún cambio de calificación en periodos posteriores. Dicha vigilancia tiene connotaciones positivas (cuando probablemente se suban las calificaciones) o negativa (cuando se esperan descensos en la calificación).

#### NOTICIAS SOBRE EMPRESAS DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

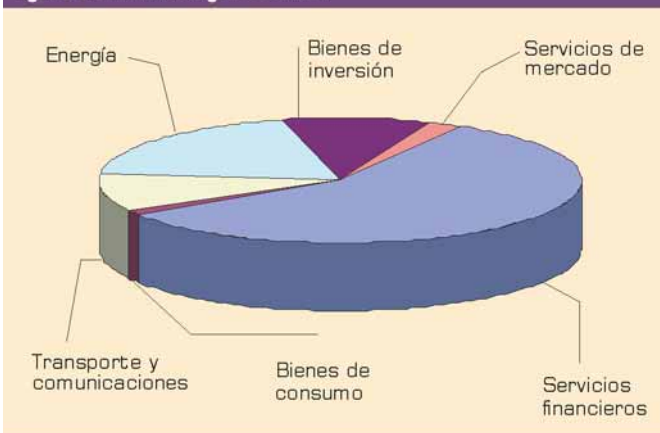
Para evaluar si los inversores extraen información de la actividad de las agencias de rating en las bolsas españolas, realizamos un análisis empírico de los cambios de calificación de la deuda corporativa de empresas del mercado bursátil español desde enero de 1990 hasta febrero de 2003. Para ello buscamos las noticias relacionadas con el tema en la base de datos Baratz, y en las propias notas de prensa de las agencias de calificación. Encontramos un total de 403 noticias, la mayoría de las cuales reflejan información respecto a calificaciones otorgadas por Moody's, Standard and Poor's y FichtIBCA.

En la Figura 1, se muestra la evolución anual de las noticias durante el periodo de análisis. Como puede observarse se ha producido un incremento importante en su número. Dicha evolución obedece a varias circunstancias: (1) un incremento en el número de empresas que utilizan la emisión de deuda como vía de financiación, (2) la internacionalización y el desarrollo de nuestra economía hace que cada vez sean más las emisiones objeto de calificación, y (3) la voluntad por parte de las principales agencias de

Figura 1. Evolución de las noticias sobre calificación de la deuda corporativa de las empresas del mercado bursátil español



Figura 2. Noticias según el sector



**<El análisis señala la importancia de los cambios en la calificación de la deuda corporativa por la utilidad informativa que tienen para los inversores, ya que permiten reducir las discrepancias de información entre accionistas y gestores.>**

calificación de penetrar en el mercado español. Concretamente, el número de empresas privadas que cotizan en bolsa y sujetas a calificación ha ido creciendo gradualmente a lo largo del periodo. Así, encontramos noticias relacionadas sólo con 10 empresas en el año 1990 y con 28 en el año 2002. Por otra parte, el número de noticias no parece distribuirse

igual según el sector al que pertenece la empresa emisora. Concretamente, como se muestra en la Figura 2, la mayoría de los cambios han afectado al sector financiero (58%), lo cual es lógico ya que en dicho sector se concentran la mayoría de las empresas que emiten deuda. La segunda posición la ocupa el sector energético con un 19% de los cambios y, de lejos, le si-

guen los sectores de transporte y comunicaciones y bienes de inversión con un 10% cada uno.

Si nos centramos en aquellas noticias que implican un cambio de la calificación de la deuda o del emisor, ya sea en la categoría o en la perspectiva, encontramos que éstos pueden ser positivos o negativos según impliquen una mejora o un deterioro en la calificación. La Figura 3 muestra la evolución a lo largo del periodo considerado de las 155 noticias que informan de un cambio de calificación distinguiendo según su signo.

Como puede observarse, durante el periodo considerado el número de cambios negativos ha sido superior a los positivos, representando un 63% del total. Además, el porcentaje de los cambios negativos ha sido especialmente alto en los años 1993, 1994, 2001 y 2002, que, como se puede observar en la Figura 1, corresponden con aquéllos en los que se produjeron un mayor número de noticias acerca de la calificación de la deuda corporativa.

#### EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LAS BAJADAS DE CALIFICACIÓN:

**ANÁLISIS EMPÍRICO**  
Con el objetivo de analizar la posible existencia de efectos sobre la rentabilidad de las empresas de los descensos en el rating, se aplica un estudio de sucesos. Éste consiste en el estudio del comportamiento de la rentabilidad diaria de las acciones alrededor del día del suceso, tras haberla corregido por la rentabilidad esperada basada en el riesgo de mercado. La aplicación de esta metodología exige disponer de rentabilidades de la empresa cuya deuda se evalúa durante un amplio periodo alrededor del día en que se produjo dicho cambio. Además, para

evitar distorsiones, durante este periodo no debe haber tenido lugar ningún otro suceso relacionado con el cambio de calificación en la deuda de dicha empresa. Con esta limitación, la muestra final analizada en este estudio está formada por 33 descensos en la calificación.

Los resultados del análisis se presentan en la Tabla 2. Como puede observarse en la primera columna, detectamos rentabilidades anormales significativamente negativas, esto es, rentabilidades inferiores a las esperadas. La caída en la rentabilidad es del 0.12% el día del cambio (día 0). Si dividimos la muestra entre los cambios correspondientes a empresas del sector financiero y el resto observamos que esa caída es del 2% en el caso de las empresas del sector financiero, mientras que para el resto de empresas no se observan rentabilidades anormales distintas de cero.

Si analizamos el efecto acumulado en el periodo de 3 y 11 días alrededor del cambio (días -1 a 1 y días -5 a 5) la caída acumulada es de cerca del 1% y el 2.5% respectivamente en el caso de la muestra total. El efecto en los tres días alrededor del cambio es aún más importante para las entidades financieras, llegando a sufrir una caída significativa cercana al 3.5%. Tampoco en este caso detectamos efectos significativos para las empresas de sectores no financieros. En este sentido, los resultados parecen indicar que en el caso de las empresas no financieras, el mercado ha descontado previamente la información que ha llevado a las agencias a bajar la categoría o la perspectiva de este tipo de empresas.

A la vista de estos resultados, y en la línea de los encontrados en estudios previos para mercados norteamericanos, parece que los descensos de *rating* ana-



**TABLA 2. Efectos de la bajada de rating sobre las rentabilidades acumuladas medias**

	Total (N=33)	S. Financiero (N=17)	Resto (N=16)
(-5,5)	-2.46% ***	-1.84% **	-0.56%
(-1,1)	-1.04% ***	-3.40% ***	-0.23%
día 0	-0.12% *	-2.00% **	0.65%

*Nota: \*, \*\* y \*\*\* denotan estadísticamente significativo a un nivel de confianza del 90, 95 y 99% respectivamente.*

lizados contienen información nueva que sorprende a los inversores. El impacto sobre la rentabilidad es más importante para las entidades financieras que para el resto de empresas.

**CONCLUSIONES**

El estudio realizado aborda el análisis del contenido informa-

tivo de los cambios de *rating* por primera vez en el mercado español. Se cubre el periodo 1990, febrero de 2003. En él se pone de manifiesto la importancia que están adquiriendo las agencias de *rating* en el mercado de valores español como difusoras de información. Nuestro análisis señala la im-

portancia de los cambios en la calificación de la deuda corporativa por la utilidad informativa que tienen para los inversores, ya que permiten reducir las discrepancias de información entre accionistas y gestores. Es destacable el distinto efecto encontrado cuando diferenciamos entre las entidades financieras y el resto de empresas del mercado, que pone de manifiesto que el problema de asimetría informativa puede ser más importante en el caso de los bancos y aseguradoras. Por último, como posibles extensiones de este análisis cabría preguntarse si el efecto del cambio *rating* puede estar relacionado con características del cambio (tales como si supone el paso de una categoría "de inversión" a la "de especulativa" o el tamaño del salto que implica), factores de la empresa emisora (como el tamaño de la misma o su grado de internacionalización), etc. Estos factores se han manifestado importantes para explicar la caída en la rentabilidad asociada a las bajadas de calificación en otros mercados. Así mismo, también es importante valorar el efecto sobre la rentabilidad de las acciones a largo plazo. □

**[ BIBLIOGRAFÍA ]**

Arrondo, R. y Fernández, C. (2002), "El papel informativo y supervisor del endeudamiento en el mercado español", Bolsa de Madrid, 108, 52-56.

Best, R. y Zhang, H. (1993), "Alternative information sources and the information content of bank loans", Journal of Finance, 48, 1507-1522.

Billet, M.Y., Flannery, M.J. y Garfinkel, J.A. (1995), "The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return", Journal of Finance, 50, 699-718.

Cornell, B., Landsman, W. y Shapiro, A. (1989), "Cross-sectional regularities in the response of stock prices to bond rating changes", Journal of Accounting, Auditing and Finance, 4, 460-479.

Eckbo, E. (1986), "Valuation effects of corporate debt offering", Journal of Financial Economics, 15, 119-152.

Followill, R. A. y Martell, T. (1997), "Bond review and rating change announcements: an examination of informational value and market efficiency". Journal of Economics and Finance, 21, 75-82.

Goh, J. C. y Ederington, L. H. (1993), "Is a bond rating downgrade good news, bad news or no news to stockholders?", Journal of Finance, 48, 2001-2008.

Goh, J. C. y Ederington, L. H. (1999), "Cross-sectional variation in the stock market reaction to bond rating changes", The Quarterly Review of Economics and Finance, 39, 101-112.

González, V. (1997), "La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones", Investigaciones Económicas, 21, 111-128.

James, C. (1987) "Some evidence on the uniqueness of bank loans: a comparison of bank borrowing, private placements, and public debt offering", Journal of Financial Economics, 19, 217-235.

Wakeman, L. M. (1990), "The real function of bond rating agencies", en The Modern Theory of Corporate Finance, 2nd ed. Editado por Smith, C. McGraw Hill, New York.

