



ICADE

**LA REGULACION ADECUADA DE LAS  
AGENCIAS DE CALIFICACION CREDITICIA EN  
LA ERA POST CRISIS**

Autor: Maïke Renate Helene Aschenbrenner

Director: Robert Andrew Robinson

Madrid

Junio 2015

## **Resumen**

Este trabajo fin de grado discute la regulación adecuada de las agencias de calificación crediticia (ACC) en la era post-crisis. Tras la revisión de bibliografía científica y trabajos empíricos, así como los recientes esfuerzos regulatorios sobre las agencias de rating por parte de la UE y los EE.UU. se concluye que la calificación crediticia como únicamente una opinión de empresas privadas con fin de lucro aporta contenido informativo significativo para el sector financiero. Resulta que es preciso introducir un marco regulador globalmente más coherente que se dirige a las deficiencias esenciales de sobrecalificación y revelación de información destacadas por la crisis.

Además es esencial que la regulación de las ACC vuelva a los dos principales problemas: la rentabilidad de las agencias de rating y su responsabilidad moral y legal de en los mercados financieros. Se observa que la autorregulación de las agencias de rating en función del Código OICV de momento es relativamente ineficaz e insuficiente. En conclusión, sin reformas internas necesarias y sin la revaloración de la “opinión” de esos intermediarios financieros esenciales, el marco regulador actual no es capaz de prevenir una crisis como la actual con impacto tanto por la rentabilidad y reputación de las ACC como por el buen funcionamiento de los mercados financieros.

### Palabras clave

modelo de negocio de “el emisor paga” – paradoja de calificación crediticia – inflación de rating – revelación de información – crisis financiera – regulación – liberalismo

## **Abstract**

This dissertation discusses the right approach of regulating credit rating agencies (CRA) in the current post crisis situation through a review of technical bibliography and empirical papers and in view of the recent legislative amendments made by the United States of America and the European Union to that regulation. The dissertation argues that the credit rating as pure “opinion” of profit-oriented private companies provides the financial sector with meaningful information. Therefore it is necessary to implement a more globally consistent regulatory framework that addresses key problems of rating inflation and coarse information disclosure highlighted by the crisis.

Furthermore it is of the utmost importance that the regulation of CRA amends two main problems: the profitability of the CRA and their moral and legal responsibility in the financial markets. At the moment the IOSCO Codex as a self-regulation effort is comparatively ineffective and incomplete. Finally, the dissertation concludes that without the necessary internal reforms and without a re-evaluation of the “opinion” of these important financial intermediaries, current regulation of CRA by itself cannot prevent a future financial crisis with impact on both the profitability and reputation of the CRA as well as the performance of the financial markets.

### Key words

“Issuer pays“ model – paradox of credit rating – rating inflation – coarse information disclosure – financial crisis – regulation – liberalism

I INDICE DE CONTENIDO	
II INDICE DE ILUSTRACIONES .....	5
III INDICE DE ABREVIATURAS .....	6
<b>1 Objetivo.....</b>	<b>7</b>
<b>2 Estructura del Trabajo de Fin de Grado .....</b>	<b>7</b>
<b>3 Calificación crediticia y agencias de calificación crediticia.....</b>	<b>9</b>
<b>3.1 Definición de “rating” .....</b>	<b>9</b>
3.1.1 Escala de calificación crediticia .....	11
3.1.2 Modelo de negocio de las agencias de rating .....	12
<b>3.2 Industria de rating .....</b>	<b>14</b>
3.2.1 Paradoja del rating.....	14
3.2.2 Oligopolio de la industria de rating.....	17
<b>4 Papel de las agencias de calificación en los mercados financieros .....</b>	<b>22</b>
<b>4.1 Función de Control y Estabilidad .....</b>	<b>22</b>
<b>4.2 Función informativa de las agencias de rating .....</b>	<b>24</b>
<b>5 Problemas clave en las prácticas de las agencias de calificación crediticia.....</b>	<b>28</b>
<b>5.1 Falta de competencia en la industria de rating.....</b>	<b>28</b>
<b>5.2 Conflictos de interés.....</b>	<b>29</b>
<b>5.3 Asimetrías de información y la sobrevaluación de rating.....</b>	<b>31</b>
<b>6 Crisis financiera mundial y el papel de las agencias de calificación.....</b>	<b>33</b>
<b>7 Supervisión reguladora de las agencias de rating – post crisis .....</b>	<b>36</b>
<b>7.1 Autorregulación de las agencias de rating .....</b>	<b>36</b>
7.1.1 Código OICV .....	36
7.1.2 Efectividad de la autorregulación.....	37
<b>7.2 Cambios reguladores en los EE.UU.....</b>	<b>40</b>
<b>7.3 Nuevas regulaciones de calificación crediticia en la Unión Europea.....</b>	<b>41</b>
<b>8 Discusión sobre el marco regulador adecuado de las agencias de calificación crediticia.....</b>	<b>48</b>
<b>8.1 Autorregulación de las agencias de rating y la desregulación de los mercados financieros.....</b>	<b>48</b>
<b>8.2 Regulación de la industria de rating por intervención del estado.....</b>	<b>50</b>
<b>9 Conclusión.....</b>	<b>54</b>
VII BIBLIOGRAFIA .....	58
VIII ANEXO .....	63

## II INDICE DE ILUSTRACIONES

<b>Ilustración 1</b> Elaboración propia de las notas de rating de Moody's, S&P y Fitch.....	12
<b>Ilustración 2</b> Ilustración propia de la evolución de la categoría de rating de S&P, Moody's y Egan-Jones hasta la quiebra de Enron el 3 de diciembre 2001 (en base de Horstmann, 2013, pág. 216) .....	16
<b>Ilustración 3</b> Comparación Moody's en el sector de la publicación de información (Patrony, 2006, pág. 67) .....	26
<b>Ilustración 4</b> Valor de titulizaciones hipotecarias (MBS) según índice ABX (Pagano; Volpin, 2010, pág. 408).....	34
<b>Ilustración 5</b> Elaboración propia de las agencias de rating registradas en Europa adaptada la lista de AEMV a 12 de diciembre de 2014.....	42
<b>Ilustración 6</b> Elaboración propia del dilema de prisionero según Wessler (2012) .....	66
<b>Ilustración 7</b> Elaboración propia del dilema de prisionero en la industria de rating ....	67

### **III INDICE DE ABREVIATURAS**

ACC	Agencias de calificación crediticia
AEMV	Autoridad Europea de Mercados y Valores
EE.UU.	Estados Unidos
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OICV	Organización Internacional de Comisiones de Valores
S&P	Standard&Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission
UE	Unión Europea

## **1 Objetivo**

Este trabajo fin de grado discute sobre la regulación adecuada de las agencias de rating que son en particular tres empresas privadas con fines de lucro que todos los cuales actúan como agencias de calificación crediticia. La regulación de esas instituciones financieras importantes propone muchas cuestiones. El objetivo del trabajo empírico es responder a la siguiente pregunta: ¿Cuánta regulación de las agencias de calificación crediticia es adecuada para dirigirse eficientemente a sus deficiencias principales con el fin de mejorar la calidad de calificaciones crediticias en el futuro?

## **2 Estructura del Trabajo de Fin de Grado**

El trabajo tiene un enfoque inductivo por metodología cualitativa revisando bibliografía científica y trabajos empíricos.

Este trabajo fin de grado se estructura en seis partes.

1. En la primera se presenta la definición de calificaciones crediticias y la ambigüedad del concepto rating. Además se explica la metodología de exponer una calificación crediticia de las agencias de rating, el modelo de negocio de las ACC tal como las características de la industria de las agencias de evaluación de riesgo crediticio.
2. En un segundo apartado se repasa las funciones de las agencias de rating para analizar el papel de las ACC en los mercados financieros.
3. La justificación de la importancia de las AAC lleva a la tercera parte que hace referencia a las deficiencias clave de las agencias de rating.
4. El capítulo 6 examina los principales errores de las agencias de rating en la crisis financiera mundial. Por eso las explicaciones de las causas de la crisis financiera sólo son en parte importante en la medida en que tienen poder explicativo sobre el papel de las ACC al desarrollo de esa crisis. Por una parte las ACC se encuentran elegidas como las culpables del colapso del sistema financiero internacional en esta crisis. Por otra parte ese papel del culpable en el centro de

la atención evita e impide el estudio más profundo del papel de las agencias de rating en los mercados financieros y su regulación.

5. El quinto bloque recoge los principales resultados del estudio en dos grandes bloques.

Primero, en el capítulo 7 se analiza los cambios en las restricciones legislativas en la UE y en los EE.UU con respecto a las ACC. Además se evalúa su efectividad a través de formulaciones precisas, de la posible existencia de conflictos de objetivos.

El segundo bloque propone la regulación aconsejable de las ACC desde el punto de vista del liberalismo ortodoxo o del liberalismo intervencionista.

Finalmente en el capítulo 9 se extrae las principales conclusiones hacia el marco regulador prudente en función de presionar las agencias de rating para actuar de conformidad con su papel como institución financiera regulador en los mercados financieros.



### **3 Calificación crediticia y agencias de calificación crediticia**

#### **3.1 Definición de “rating”**

El término “rating” tiene dos significados que a su vez son diferentes y, sin embargo, absolutamente complementarios. Por un lado el proceso de calificación implica el proceso de evaluar la capacidad de pago probable y previsto en el futuro, analizando datos de la empresa y su situación económica. Por otro la información sobre la solvencia de un operador en los mercados financieros expresada en una “nota” en una escala de clasificación ordinal está definida como “rating”. Las calificaciones se diferencian según el objeto del análisis (“calificación de la emisión” versus “calificación del emisor”) y según el solicitante del “rating” (“emisor” versus “inversor”). [Reichling et al., 2007]

La calificación de la emisión es una calificación crediticia que se refiere a un título financiero explícitamente definido con un determinado emisor. Las ACC proporcionan información sobre la futura evolución de la solvencia de un prestatario con respecto al predeterminado producto financiero.

Al contrario la calificación del emisor se refiere tanto a la capacidad de pago como la voluntad de cumplir los plazos fijados de las obligaciones financieras como por ejemplo a calificaciones crediticias soberanas.

En general independientemente del objeto del rating, la calificación crediticia tiene el fin de informar a posibles prestamistas sobre la capacidad de pago del prestatario. [Gavras, 2012]

Dicho eso, es importante distinguir entre la calificación crediticia solicitada y la calificación no solicitada.

Según Reichling et al. [2007] el rating solicitado está determinado como rating externo. La calificación crediticia externa se caracteriza por la pasividad de las agencias de rating ya que evalúan la solvencia de un cierto emisor o producto financiero sólo si se las encomienda a realizar una calificación. La evaluación del riesgo crediticio se refiere al emisor analizado como prestatario y contempla además de las informaciones publicadas, “información interna” debido al encargo anteriormente solicitado.[Reichling et al., 2007] Los ratings solicitados forman parte del modelo de negocio “el emisor paga”. El emisor no sólo pide el rating sino también lo paga. [Hunt, 2008]

En el caso de ratings no solicitados las ACC toman directamente la iniciativa pero el análisis de la solvencia está formado exclusivamente por información de datos públicos. Como no se toma en cuenta informaciones internas, hay que ponderar el resultado de calificación crediticia diferente a las evaluaciones crediticias solicitadas. [Reichling et al., 2007] Visto con realismo no es posible ni aconsejable suponer que todos los inversores privados son capaces de interpretar correctamente y perfectamente los datos públicamente disponibles en cuanto a la evaluación del riesgo de incumplimiento. [Steiner; Heinke, 1996, pág. 585]

En general la mayoría de las calificaciones crediticias constituyen ratings solicitados por la razón de que tienen alto impacto sobre los costes del apalancamiento. Frecuentemente las calificaciones crediticias buenas efectúan un círculo virtuoso para los emisores:

Cuanto más alto el rating, más bajo el riesgo de imposibilidad de cobro. Por tanto cuando menos el riesgo de impago, más baja será la prima de riesgo. En consecuencia la tasa de interés que el emisor tiene que ofrecer para encontrar fondos de inversión para su obligación será más baja.

Sin embargo la rebaja de la calificación crediticia de cualquier producto o instrumento financiero tiende a provocar el efecto contrario, un círculo vicioso.

Un caso real de uno de esos círculos viciosos es la rebaja de la calificación crediticia de Chipre por S&P el 21 de diciembre de 2012. S&P bajó la categoría de rating de Chipre B a CCC+ (“área de inversiones de riesgo o imposible de cobrar”). S&P justificó su decisión debido al deterioro de la solvencia chipriota que estaba fuertemente vinculada al sector financiero griego que cayó poco antes. Además fracasaron las negociaciones con los inversores internacionales sobre todo porque Chipre era considerado como paraíso fiscal e importante lugar de blanqueo de dinero para los ricos de toda Europa Oriental. Asimismo, en enero de 2013 Moody’s bajó la calificación crediticia chipriota a Caa3 justificando su decisión también por los problemas del sector bancario de Chipre. En consecuencia a las rebajas del rating chipriota las posibilidades de financiación en los mercados financieros empeoraron drásticamente. El estado chipriota ya no ofreció deuda en el mercado primario sino también en el mercado secundario. Debido a ley más laxa, mayor flexibilidad y menor control del CySEC sobre el mercado secundario, la prima de riesgo chipriota subió. Surgieron tendencias de especulación y los tipos de

interés aumentaron como consecuencia a la creciente prima de riesgo. El déficit público incrementó lo que podría provocar adicionales rebajas de rating. [Horstmann, 2013]

Más allá el estudio del Gärtner y Griesbach [2012] concluye que a partir de la categoría Baa1/BBB+ la frecuencia y probabilidad de rebajas de calificación crediticia aumenta sustancialmente aunque la situación económica total de un país no se cambia considerablemente. Gärtner y Griesbach [2012] explican la existencia de mencionado círculo virtuoso o vicioso de rating por un efecto no lineal de las calificaciones crediticias a los tipos de interés que genera equilibrios múltiples. La teoría de múltiples equilibrios diferencia entre equilibrios estables e inestables. Hay un equilibrio estable si la calificación crediticia es alta y por tanto los tipos de interés bajo. Por otro lado existe un equilibrio inestable en el cual el rating es bajo, la prima de riesgo alta y los tipos de interés altos. Excesiva intervención estatal es necesaria para salir de ese equilibrio inestable a pasar a un equilibrio estable y quizás provocar un círculo virtuoso de rating.

### 3.1.1 Escala de calificación crediticia

La escala de rating está expresada en una combinación de letras y cifras junto con modificadores (+/- o 1/2/3) y da información sobre el grado de probabilidad de incumplimiento. Desde 1929 las ACC emplean los ratings tanto ordinales (ABCD) como cardinales (por ejemplo AAA, AA, A). La uniformidad del escalonamiento de rating permite a los inversores asignar los símbolos de cada agencia de calificación crediticia uno por uno con cada uno de los símbolos de otras agencias de ratings. [Parony, 2001]

La ilustración 1 señala el escalonamiento de las tres grandes agencias de calificaciones crediticias Moody's, S&P y Fitch.

En primer lugar hay que distinguir entre el área de inversión y el área de no-inversión. Como anteriormente mencionado, la escala ordinal proyecta las notas de rating desde la más alta, clasificación Aaa/AAA hasta D, la más baja de clasificación. Esos escalones de rating no sólo indican la clasificación de rating sino también describen el riesgo relativo al impago de los instrumentos. La escala de la probabilidad de incumplimiento va de “estable” con ratings de Baa/BBB o superiores, a “especulativo” con ratings entre Ba/BB y B. Una calificación de Caa/CCC o inferior indica un rating de alto riesgo o imposible de cobrar. [Hunt, 2008]

	Moody's	S&P	Fitch	Calidad
Área de inversión	Aaa	AAA	AAA	Inversiones estables
	Aa1	AA+	AA+	
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
Área de no-inversión	Ba1	BB+	BB+	Inversiones Especulativas
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC	Inversiones de riesgo/De imposible cobro
	Caa2	CCC		
	Caa3	CCC-		
	Ca	CC	CC	
C	C	C		
	D	RD		
		D		

**Ilustración 1** Elaboración propia de las notas de rating de Moody's, S&P y Fitch

La estricta separación entre las clases de rating y el posible cambio de una a otra clase de una escala de rating es de inmensa importancia. Por un lado la calificación crediticia influye el tipo de interés a pagar que el emisor ofrece para cubrir los costes de los fondos de capital. Por otro lado la nota de rating afecta a la propensión a invertir de los inversores. Además algunos títulos requieren cierta calificación por ley.

### 3.1.2 Modelo de negocio de las agencias de rating

Las agencias de rating diferencian entre dos modelos de negocio – “el inversor paga” y “el emisor paga”.

El primer modelo de negocio describe la relación directa entre el inversor y las agencias de calificación crediticia que evalúan un determinado emisor o producto financiero. El cliente principal es el inversor. Este modelo de negocio incentiva a las ACC a elaborar

ratings exactos para que el inversor siga pagando sus ratings exactos. [McClintock Ekins y Calabria, 2012] No obstante el invento de la fotocopiadora permitió duplicaciones gratuitas de las publicaciones de rating. Ese progreso tecnológico y la creciente incertidumbre en los mercados financieros llevaron a la introducción del nuevo modelo de operaciones “el emisor paga”. [White, 2010]

A partir de esa década el propio emisor que contrata las agencias de rating para que le evalúe es el que paga. Esa coincidencia de emisor y pagador es uno de los aspectos más dudosos y frágiles en los mercados financieros.<sup>1</sup> [Martel y Mayor, 2011]

En concreto ese modelo de pago por parte del emisor provoca una tendencia de inflación de los ratings dentro del grado de credibilidad. Por un lado la sobrecalificación crediticia beneficia a los emisores y evita que los emisores pidan futuras calificaciones crediticias a competidores. [White, 2010] Por otro lado la reputación de las calificaciones crediticias importa a los inversores que compran el producto financiero calificado. [McClintock Ekins y Calabria, 2012] Más allá este modelo de negocio y pago crea una relación estrecha entre emisor y agencia de calificación crediticia cuya libertad e interdependencia es dudosa a la hora de conceder un rating [Martel y Mayor, 2011].

No obstante White [2010] constata que la acumulación de reputación de las ACC era capaz de ocultar dichas interrelaciones hasta el inicio de la crisis financiera mundial en 2008. Aún más, la crítica durante esa era no se refirió a las relaciones estrechas entre emisor y agencia ni a la sobreevaluación de rating, sino que se criticó e incluso se temió el incremento del poder de las ACC.

El columnista de *New York Times* Thomas L. Friedman resume la opinión más popular de esa época de una manera polémica en la entrevista con PBS “News Hour” del 13 de Febrero de 1996:

*“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States, and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can*

---

<sup>1</sup> “(...) los fallos de regulación y supervisión, además del riesgo imprudente e irresponsable asumido por los bancos y otras instituciones financieras, crearon una peligrosa fragilidad financiera que contribuyó significativamente a la crisis actual. (...)” [Martel y Mayor, 2011, pág. 149]

*destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful."*  
[Patrony, 2002, p.2]

### **3.2 Industria de rating**

En el siguiente se refiere a una industria de rating no a un mercado de rating. La discusión sobre el mercado de rating se encuentra en el anexo, apartado 1. Se puede concluir que no hay un mercado de rating por definición porque el negocio de las ACC constituye en la discriminación a través de precios. Hay alta correlación entre la categoría de rating y el precio que el inversor paga para los instrumentos financieros. Esa dependencia rating-precio tal como la creciente complejidad del sistema financiero posibilita sobrevaloraciones e impide elasticidad entre oferta y demanda. [White, 2010]

#### 3.2.1 Paradoja del rating

Los operadores en los mercados financieros incluyen cada vez más las evaluaciones de riesgo crediticio en sus decisiones de inversión. Algunos inversores y bancos aún confían únicamente en las evaluaciones crediticias en vez de analizar los riesgos con escalas propias de evaluación del riesgo crediticio. [White, 2010] Los ratings reciben el valor como certificación de una inversión de alta seguridad expresada mediante la categoría de rating. La confianza, el valor informativo y la evaluación aparentemente y continuamente exacta de los ratings resultan en un incremento masivo de la reputación de las ACC.

La introducción del nuevo modelo de negocio "el emisor paga" tampoco rompió el entusiasmo y la tendencia inflacionista en los mercados financieros. Macey [1998] da un paso más allá y atribuye la disposición de los emisores a pagar una tasa para los ratings exclusivamente a la reputación y alta confianza de las propias agencias de rating. Según Macey [1998] la industria de rating es una industria competitiva e impulsada por la reputación.

Patrony [2001] contradice a Macey [1998] en que no la reputación de las ACC sino su dependencia de la regulación describe el problema principal de la industria de rating. Según Patrony [1999] había ya dos periodos críticos en los cuales las agencias de rating contribuyeron al boom y a la caída del mercado de los bonos. Había una crisis en los años treinta y entre mediados de los setenta y noventa. Paradójicamente aunque el

número elevado de bonos imposible de cobrar en ambas crisis de hubiera indicado la falibilidad de las ACC, esas agencias siempre recuperaron su peso regulador en los mercados de bonos.<sup>2</sup>

Además Hunt [2008] describe un problema de incentivos calificando el riesgo crediticio de los nuevos productos financieros. Si un emisor quiere lanzar un nuevo producto financiero no hay reputación existente para ninguna agencia de rating. Por tanto cualquier agencia de rating está dispuesta a evaluar el riesgo crediticio del nuevo instrumento financiero. Aún si una agencia de rating establece una vez una calificación crediticia baja para un cierto producto financiero no significa que pierda reputación y por consecuencia deja de exponer calificaciones crediticias de baja categoría. La agencia de rating sigue publicando bajas evaluaciones de riesgo crediticio si el tipo del nuevo instrumento financiero es suficiente alto en volumen y media.

Bolton et al. [2012] contradicen a Hunt [2012]. Su estudio concluye que si un emisor es más importante para una agencia de rating bien como emisor repetitivo o bien por alto volumen de productos financieros, esa agencia tiende a evaluar el riesgo crediticio del emisor demasiado optimista.

Dicha conclusión está probada por dos casos reales: Enron y WorldCom. El análisis de la evolución de la categoría de rating a lo largo de la evolución de Enron y WorldCom hasta la quiebra demuestra la sobrecalificación crediticia y la reputación de las ACC. En ambos casos, la recalificación crediticia no sucedió hasta unos días y pocos meses previos respectivamente.

---

<sup>2</sup> *“during two critical periods – the 1930s, and the mid-1970s through 1990s – credit ratings increased in importance, each instance paradoxically followed by a series of bond defaults demonstrating the rating agencies’ serious mistakes in rating bonds.”* [Patrony, 1999 p.654]

Fecha	Días antes del concurso	S&P	Moody's	Egan-Jones
27.06.2001	159	BBB+	Baa1	BBB
15.08.2001	110	BBB+	Baa1	BBB (neg.)
16.10.2001	48	BBB+	Baa1 (neg.)	BBB (neg.)
23.10.2001	41	BBB+	Baa1 (neg.)	BBB-
24.10.2001	40	BBB+	Baa1 (neg.)	BBB- (neg.)
26.10.2001	38	BBB+	Baa1 (neg.)	BB+
29.10.2001	35	BBB+	Baa2 (neg.)	
01.11.2001	32	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)	
09.11.2001	24	BBB-	Baa3 (neg.)	
28.11.2001	5	B-	B2	

**Ilustración 2** Ilustración propia de la evolución de la categoría de rating de S&P, Moody's y Egan-Jones hasta la quiebra de Enron el 3 de diciembre 2001 (en base de Horstmann, 2013, pág. 216)

De 1996 hasta 2001 el valor bursátil aumentó en \$50 billones dólares y la compañía incrementó sus beneficios a lo largo de varios años. En consecuencia, los operadores en los mercados financieros consideraron a Enron como una empresa muy atractiva donde invertir. Las ACC de alta reputación otorgaron altas calificaciones crediticias a Enron. El 3 de Diciembre de 2001 Enron se declaró insolvente. La ilustración 2 muestra que pocos días antes de la quiebra S&P, Moody's y Egan-Jones todavía otorgaron a Enron una categoría de rating de "Inversiones estables". Aunque había muchos indicios de la situación financiera crítica de Enron, dichas ACC no tuvieron en cuenta los problemas de la empresa en su evaluación del riesgo crediticio de Enron.

Por su reputación y alto volumen de productos financieros la empresa era capaz de presionar tanto a las ACC que continuaron con una sobre-calificación crediticia. Finalmente cinco días antes de la quiebra de Enron, S&P y Moody's cambiaron su categoría al nivel de "Inversiones Imposibles de cobrar". Sin embargo, hasta ahora las ACC niegan haber expuesto calificaciones crediticias altas por razones de reputación e insisten en haber sido engañadas por las empresas igual que todos los operadores en los mercados financieros. [Horstmann, 2013]



Aproximadamente medio año después de la quiebra de Enron, la insolvencia de WorldCom pone en duda la credibilidad de las ACC otra vez. En su día WorldCom fue el segundo operador más grande de telecomunicaciones de los EE.UU. El 17 de Julio de 2002 WorldCom se declaró en quiebra. La comparación de la evolución de la quiebra con la categoría de rating demuestra de nuevo que las ACC no rebajaron la calificación crediticia hasta dos meses antes del concurso de WorldCom. [Horstmann, 2013] Además WorldCom compartió un director con Moody's que manifiesta aún más un problema grave de conflicto de interés.

En resumen, la paradoja de rating constituye en la creciente prosperidad de las ACC mientras que las calificaciones crediticias pierden valor informativo. [Patrony, 2002] Múltiples casos de impago inesperado, en particular los casos de Enron y WorldCom ponen la credibilidad de las calificaciones crediticias en cuestión. No obstante los ratings siguen contando con una posición extremadamente valiosa e importante con alta influencia en los mercados financieros. No obstante las ACC insisten estrictamente en su función informativa no consultativa. Las tres grandes agencias de rating subrayan claramente tanto en su página web como en entrevistas que a diferencia del resultado de un análisis de acciones por ejemplo, la calificación crediticia representa *“simplemente una opinión sobre la solvencia y capacidad crediticia de una deuda o un deudor, nada más.”* [Martel y Mayor, 2011, pág. 148]

### 3.2.2 Oligopolio de la industria de rating

El oligopolio es un modelo de mercado en el cual existen pocos productores que actúan de acuerdo porque así todos se benefician más que compitiendo.

Según Faille y O'Connor [2000] el oligopolio se caracteriza por dificultades de entrada y salida, información limitada, mayor poder de mercado y mayor influencia gubernamental con el fin de evitar comportamientos anticompetitivos de las compañías predominantes en el oligopolio.

### Dificultades de entrada y salida

McClintock Ekins y Calabria [2012] distinguen entre barreras naturales de entrada y salida y regulaciones gubernamentales. En la industria de rating la problemática viene sobre todo de las barreras de entrada.

En los años setenta la SEC estableció una nueva categoría – la designación reguladora de las agencias de rating como NRSRO. NRSRO significa “Nationally Recognized Statistical Rating Organization”. Esa designación normativa funciona como un sello de calidad para las agencias de rating lo que provoca una barrera casi insuperable para entrar en la industria de rating. La SEC permitió un descuento si los emisores presentan un NRSRO-rating para sus productos financieros. [Prager, 2012] Antes de esa regulación no importaba qué agencia de rating evaluaba los productos financieros. A partir de la entrada en vigor de la NRSRO-denominación hay que presentar por lo menos un rating válido de una agencia de calificación crediticia registrada como NRSRO. Con intención o no, la NRSRO-denominación obliga a las ACC a tener una actitud de rating activa. [Hunt, 2008] No obstante los criterios de NRSRO-denominación quedan imprecisos y el proceso de la NRSRO-asignación cuesta mucho tiempo y dinero. En consecuencia muchas pequeñas agencias de rating se fusionan con los tres principales ACC de la industria de rating a medio y largo plazo. [White, 2001]

No obstante siempre hay algunas agencias que compiten en la industria de rating aunque sin NRSRO-denominación como por ejemplo KOMV, Egan-Jones y Lce Financial. Dichas agencias recibieron la denominación NRSRO a partir de 2007 y rompieron el oligopolio entre Moody’s, S&P y Fitch. Actualmente hay diez agencias de calificación crediticia registradas como NRSRO. [White, 2010]

En total la denominación NRSRO que antes estaba planteada como medida de controlar el poder de mercado de Moody’s, S&P y Fitch, en realidad es una barrera de entrada que favorece a las tres principales agencias de rating.<sup>3</sup> [White, 2001]

### Información limitada

La información limitada es otra característica decisiva de un oligopolio. Según Faille y O’Connor [2000] las principales ACC en el oligopolio son más capaces de retener información que sus competidores. Por tanto tienden a ser encomendadas a elaborar

---

<sup>3</sup> “(...) *immediately grandfathered Moody’s, Standard & Poor’s, and Fitch into the category.*” [White, 2001, pág. 214]

ratings externos que incluyen tanto información pública como interna. Además, las agencias de rating deben garantizar transparencia en sus ratings para justificar la calidad y credibilidad de sus calificaciones crediticias. [Hunt, 2008]

La norma de solicitar dos rating anteriormente mencionada implica que dos ACC incorporan en su evaluación de riesgo y solvencia la misma información sobre un emisor y/o sobre un cierto producto financiero. Por lo tanto es razonable llegar a la conclusión de que dos ratings dan más información que una sola calificación crediticia. Por tanto el emisor siempre quiere comprar dos ratings y da toda la información posible a las dos agencias de rating.

Bolton et al. [2012] han investigado en un estudio entre otros qué circunstancias y factores favorecen la sobrevaluación de ratings. Según Bolton et al. [2012] hay dos posibles equilibrios: bien ambas agencias de rating inflan la calidad de los ratings o bien ambas revelan sinceramente su información sobre el producto financiero.

El factor que determina que equilibrio prevalece depende de si la rentabilidad actual de los ratings sobrevaluados es mayor o menor que los costes esperados de ser afectado por la sobrecalificación crediticia. Bolton et al. [2012] separan los demandantes de rating en dos grupos: inversores sofisticados o inversores con alta confianza. Parece lógico que con una mayor parte de inversores sofisticados en el mercado y con mayores costes de reputación hay menos sobrecalificación y más verdad en la industria de rating.

Bolton et al. [2012] concluyen que la inflación de ratings tiene un efecto sistemático. En consecuencia, las tendencias de sobrevaluación de ratings son más probables durante fases de crecimiento. En los mercados financieros el optimismo por crecimiento aumenta. Por tanto los emisores e inversores tienden a favorecer calificaciones sobrevaluadas para aprovechar más rentabilidad. Al mismo tiempo las ACC no temen ser denunciado por garantizar una calificación crediticia cuya categoría de rating es demasiado optimista. Como el emisor paga para los ratings también las ACC esperan una rentabilidad elevada.

#### Mayor poder de mercado

La competencia reducida de la industria de mercado lleva a un mayor poder de las compañías oligopolísticas porque son aquellas compañías que pueden establecer precios y rentabilidad más allá de los niveles competitivos. Por lo tanto Moody's, S&P y Fitch

obtienen mayores beneficios debido a que un número reducido de empresas atiende la demanda del mercado de rating. [McClintock Etkins y Calabria 2012]

El siguiente escenario parece razonable aplicando esa suposición a la industria de calificación crediticia:

Si Moody's como agencia de rating más poderosa anuncia que bajará el rating de un país, una empresa o un producto financiero de Aaa a Aa2 es muy probable que S&P y Fitch vayan a seguir reduciendo el rating al mismo nivel que Moody's. En el caso que S&P y Fitch no sigan la tendencia de Moody's y declaren mantener su rating en AAA, Moody's tendría que responder rápidamente a esa calificación crediticia más alta de sus competidores en el oligopolio. Moody's podría bien aumentar el nivel de rating a AAA otra vez o bien justificar explícitamente las razones por las cuales se ha decidido a disminuir la categoría de rating. Si Moody's no reaccionara a las decisiones de sus competidores, muchos de sus clientes decidirían solicitar futuras calificaciones crediticias a Fitch o S&P para que sus ratings sean ratings sustitutivos a los de Moody's. [Faille y O'Connor, 2000]

Ese comportamiento tiene paralelas a un problema fundamental de la teoría de juegos: el dilema del prisionero. El análisis se encuentra en el anexo, apartado 2. En resumen resulta que una estrategia individual óptima puede llevar a un resultado en colectivo menos ventajoso. En concreto en la industria de rating por lo general las ACC siguen en la misma dirección bajando o subiendo la categoría de calificación crediticia. Aunque un cambio de rating de una agencia de calificación mejórese la calidad del valor informativo de su calificación crediticia, en colectivo perdería reputación y clientes en los mercados financieros.

#### Mayor influencia gubernamental en el oligopolio

Por consiguiente debido a la influencia directa de las ACC en los precios y la calidad de sus calificaciones crediticias es imprescindible controlar la industria de rating para que no aparezcan tendencias anticompetitivas. [Faille y O'Connor, 2000] Los siguientes capítulos 7 y 8 van a desarrollar y discutir aún más la influencia de regulación estatal en la industria de rating.

En conclusión la industria de rating es generalmente resistente a presión competitiva y está predominada por Moody's, S&P y Fitch. Las limitaciones de la industria de mercado provocan un incremento de autocomplacencia en la metodología de las agencias de rating. Sobre todo la concurrencia limitada y las barreras de entrada impiden la incorporación de nuevas técnicas metodológicas o nuevas herramientas que permitirían medir mejor el riesgo de crédito y la asociada solvencia de un instrumento u operador financiero. [McClintock Etkins y Calabria, 2012]

## **4 Papel de las agencias de calificación en los mercados financieros**

### **4.1 Función de Control y Estabilidad**

Las agencias de rating facilitan el comercio entre los prestatarios y los licenciadores o emisores de bonos actuando como intermediarios financieros. En dicha función las calificaciones crediticias de las ACC persiguen el fin de crear una perspectiva a largo plazo para garantizar estabilidad y confianza en la industria de rating.

Las agencias de calificación crediticia no incorporan frecuentemente nueva información que pueda afectar actuales calificaciones crediticias emitidas. [McClintock Ekins y Calabria, 2012]

Es decir, la evaluación incorpora el riesgo de crédito a lo largo de un ciclo en vez de rating en un momento determinado en el tiempo. [White, 2010] Por tanto, las clasificaciones de rating se cambian sólo si hay un cambio significativo en las perspectivas de imposibilidad de cobro. Ese método de rating lleva a menores costes directos para el emisor e inversor ya que hay menor volatilidad de los instrumentos financieros. De este modo se evita problemas con factores desencadenantes de la calificación – “rating triggers”.

“Rating trigger” es una obligación contractual de las agencias de rating con los inversores de repagar más rápidamente, ofrecer más garantías o cualquier otra obligación. [McClintock Ekins y Calabria, 2012] La capacidad de las ACC de evaluar cíclicamente ha sido estudiada con bastante amplitud por Gunter Löffler [2012] del Instituto de Finanzas de la Universidad de Ulm. Si bien su trabajo se ha centrado más en estimaciones de la capacidad de las ACC de diferenciar entre componentes de mora a corto plazo y a largo plazo, Löffler [2012] concluye que la estabilidad de ratings reales es similar a la de ratings hipotéticos basados en tendencias a largo plazo.

En consecuencia las ACC tienen el fin de añadir valor a los aspectos ya reflejados en los precios del mercado asegurando estabilidad a largo plazo en los mercados financieros. Ese valor añadido de las agencias de rating ayuda a los inversores a tomar mejores decisiones acerca de los productos financieros a invertir. [McClintock Ekins y Calabria, 2012]

Por eso el procedimiento de calificación suele ser lo más transparente y comprensible posible para cumplir las propias exigencias de un “buen” rating. Esa ambición de las ACC en sus calificaciones implica un máximo de exactitud, objetividad e independencia de los intereses de los solicitantes. [Reichling et al., 2007]

Además de la seguridad, las agencias de rating suelen tener una función de control ya que *“ciertas instituciones financieras sólo pueden invertir sus fondos en instrumentos financieros que estén calificados por determinados agencias de rating y bajo ciertas categorías establecidas”*. [Martel; Mayor, 2011, pág. 147]

No obstante, hay crítica con respecto al papel de las agencias de rating como asegurador y controlador. White [2010] menciona que la estabilidad garantizada por las ACC incentiva a los inversores a aceptar calificaciones infladas e imprecisas para reducir los precios de los instrumentos financieros. Un precio bajo se basa en una baja prima de riesgo que resulta de una calificación crediticia alta. El ejemplo más llamativo del fracaso de la función de control de las ACC es la calificación crediticia de Lehman Brothers. Hasta el día de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la empresa todavía contaba con una alta calificación de *“Inversiones estables”* de todas las grandes agencias de rating. [Martel; Mayor, 2011]

De ese fracaso de la exactitud y calidad de las calificaciones crediticias de las ACC surge la pregunta acerca de su función informativa sobre las probabilidades de imposibilidad de cobro para los mercados financieros. [White, 2010]

## 4.2 Función informativa de las agencias de rating

El contenido informativo de una calificación crediticia está reflejado en la fluctuación de los precios del mercado ante anuncios relativos a los ratings. Cuando una categoría de rating para un instrumento financiero se cambia, el mercado asumiría que había información adicional no conocida universalmente en el mercado. Por tanto las ACC aportan a la disminución de la asimetría de información y de selección adversa entre inversor y emisor. [Martel; Mayor, 2011] Más allá Martel y Mayor [2011] afirman que *“el mercado de bonos es ineficientemente lento para asimilar nueva información relevante y además, los inversores parecen confiar principalmente en el pronunciamiento de las agencias como determinantes del valor del bono.”* [Martel; Mayor, 2011, pág. 132]

Además destacan que hay reacciones en el mercado financiero respecto a bajadas de rating pero no en el caso de subidas. Si la reacción tiene una función informativa, surge cierta controversia. Martel y Mayor [2011] concluyen en su análisis de distintos estudios sobre el contenido informativo de ratings que algunos autores como Steiner y Heinke [1996] insisten en que el mercado reacciona de manera significativa si un rating pasa del grado de inversiones estables al especulativo respecto al riesgo crediticio de un producto financiero; mientras que otros como por ejemplo Hettenhouse y Sartoris [1967] encuentran que el valor informativo de cambios de rating es muy escaso o nulo.

Si el cambio de rating muestra una controversia en su importe al contenido informativo surge la cuestión de si el cambio del sistema del modelo de negocio en los años setenta lleva a un incremento del valor informativo de los ratings. Según Patrony [2001] el contenido informativo no sube simultáneamente con el valor adquisitivo de los ratings. El valor bursátil de los ratings es un valor significativo para las accionistas de las ACC que son empresas privadas. Por tanto Patrony [2001] enumera cuatro hipótesis que favorecen el punto de vista de una capacidad limitada de las agencias de rating de proporcionar información valiosa.



En primer lugar, el autor argumenta que el escalonamiento del rating no se ha cambiado desde su implementación en 1929.

En segundo lugar, dice que las principales ACC no tienen mucho interés en su política de personal. S&P y Moody's tienen altos niveles de ingresos del personal mientras que los niveles salariales son moderados. Más allá las perspectivas de carrera profesional en la industria de rating están limitadas. Por tanto existe mucha fuga de los mejores empleados y analistas. Se cambian al área de los bancos de inversión que les parece más lucrativo.

La tercera hipótesis de Patrony [2001] se refiere a la calidad de rating. El autor subraya que las agencias de rating no incorporan siempre nueva información ni verifican la información dada por los emisores. La norma popular de solicitar dos ratings para el mismo producto financiero tampoco garantiza mejor contenido informativo ya que las ACC contemplan la misma información sobre el instrumento financiero. Por lo demás no hay una obligación frente a las agencias de rating de precisar su manera de evaluar el riesgo crediticio de cierto producto financiero.

La cuarta hipótesis de Patrony [2001] trata del incremento significativo del valor económico de las calificaciones crediticias. El autor menciona que el valor bursátil de Moody's por ejemplo es más del 10% de él de Goldman Sachs aunque los activos de Moody's en total se elevan solamente a un 0,1% de los de Goldman Sachs.

Además Patrony [2006] añade que una parte del aumento sustancial del valor de las ACC refleja los resultados de juicios y acuerdos legales frente a otras vigilancias financieras, en particular bancos y auditorías. Muchas instituciones financieras tenían que pagar mil millones de dólares para acuerdos legales y juicios a partir de 2002. Parecería obvio que en particular debido al papel de las ACC en la crisis, las agencias de rating también tuvieron que pagar lo mismo o aún más que los bancos y auditores, pero no es el caso. Las ACC pagaron casi nada o nada ya que constatan que su negocio es la publicación financiera. En consecuencia sus ratings sólo reflejan "opiniones" protegidos por la constitución de los Estados Unidos, la Constitución Europea y de cualquier país europeo.

La ilustración 3 muestra la ironía de la descripción propia de las agencias de rating como publicador de información financiera. Compara Moody's con sus potenciales principales competidores en el mercado de editores de información financiera, Reuters y Dow Jones en Septiembre de 2005. [Patrony, 2006]

<i>Company</i>	<i>Market cap (billions)</i>	<i>Revenue (billions)</i>	<i>Employees (number)</i>	<i>Operating cash (millions)</i>	<i>Operating margin (percent)</i>	<i>Price/revenue</i>	<i>Price/employee</i>
Dow Jones	\$3.3	\$1.7	7,143	\$224	9	1.9	\$461,991
Reuters	\$9.3	\$5.3	15,475	\$413	11	1.8	\$600,969
Moody's	\$15.2	\$1.6	2,500	\$632	54	9.5	\$6,080,000

Source: <http://finance.yahoo.com>.

**Ilustración 3** Comparación Moody's en el sector de la publicación de información (Patrony, 2006, pág. 67)

En último trimestre de 2005 los ingresos del editorial Dow Jones fueron sólo un mil millón más elevado que los de Moody's. Por lo demás consistente con la segunda hipótesis de Patrony [2001] del bajo interés en la política de Recursos Humanos, Dow Jones en este momento empleó tres veces más empleados que Moody's. Reuters aún contrató 15.574 empleados, ocho veces más que Moody's con 2.500 empleados. Aunque los ingresos de Reuters de \$5,3 mil millones se elevaron a un nivel casi cinco veces más altos que Moodys de \$1,7 mil millones, la capitalización bursátil de Moody's fue mucho más elevado.

Aún más la capitalización bursátil de Moody's de \$ 15,2 mil millones se elevó a un nivel aproximadamente cinco veces más alto que él de Dow Jones (\$3,3 mil millones) en Septiembre de 2005. En consecuencia los inversores pagan cinco veces más por un dólar del volumen de negocios de Moody's en comparación con un dólar del volumen de ventas de Dow Jones. Más allá el valor o precio per empleado de Moody's es diez veces más alto que el de Reuters o Dow Jones.

En resumen los datos del último trimestre de 2005 prueban la hipótesis que el mercado no considera las ACC como otros publicadores de información como Reuters o Dow Jones. Moody's es demasiado rentable en comparación con Reuters o Dow Jones para declarar esa agencia de rating como editorial financiero. Si Moody's trabajáse en el mismo mercado que Reuters o Dow Jones sus datos financieros se aproximarían a los de

dichos publicadores de información financiera. Más allá esas diferencias en particular en la capitalización bursátil ya ponen en evidencia que el rendimiento de las agencias de rating viene de otra parte: del proceso de titulización. (Véase capítulo 6) [Pagano; Volpin, 2010]

## **5 Problemas clave en las prácticas de las agencias de calificación crediticia**

### **5.1 Falta de competencia en la industria de rating**

En el capítulo 3.2.2 el problema de la falta de competencia debido a la estructura de la industria de rating como oligopolio ya ha sido discutido en detalle. En particular, la información limitada y la dominancia de Moody's, S&P y Fitch agravan la problemática actual de la ausencia de competencia en la industria de rating.

Debido a la norma no escrita de los dos ratings, algunos autores como McClintock Ekins y Calabria [2012] o Prager [2012] aún han puesto de manifiesto la existencia de un monopolio entre Moody's y S&P, las dos mayores agencias de rating. Además Hunt [2008] plantea dudas sobre la metodología de las ACC que obstaculiza la competencia en la industria de rating. Si todas las agencias de rating emitieran un rating de baja calidad para ciertos instrumentos financieros causaría una inconsistencia con el escenario de un mercado muy competitivo. En el mercado competitivo los competidores suelen penetrar el mercado con el mejor producto posible para ser el líder en el mercado. Aplicado a la industria de rating, la situación de competencia de un mercado competitivo incentivaría a cada una de las agencias de rating a elaborar la más exacta calificación crediticia posible. El rating más preciso contemplaría información externa e interna más extensa sobre un instrumento financiero determinado. La realidad contradice a ese escenario de mercado muy competitivo. Las ACC en el pasado por lo general siguieron la misma tendencia en las calificaciones crediticias de los productos financieros. (Véase capítulo 3.2.2 y anexo, apartado 2)

Sin embargo la falta de competencia debido a las altas barreras de entrada, la información limitada y el alto poder de mercado es una problemática fácil a cambiar mediante reformas estructurales del mercado. Por eso, ese problema de competencia es atractivo para los responsables de la formulación de políticas. No obstante, la no-existencia de mucha competencia tampoco sirve como prueba de la calidad de los ratings en un momento determinado. Se ha afirmado que los nuevos competidores tienden a sobrevalorar los ratings por lo cual crece la competencia pero se reduce la calidad de los ratings.

En conclusión, el problema primordial es la imposibilidad de determinar la calidad de los productos financieros y sus calificaciones crediticias de antemano. Además la ausencia de competencia solamente aseguraría calidad si hubiese incentivos y beneficios sólidos para que las ACC elaboraren evaluaciones de riesgo crediticio de alta calidad y exactitud.

## **5.2 Conflictos de interés**

Las agencias de rating se enfrentan a varias áreas de conflictos de interés. En primer lugar, en la política de personal y enumeración personal de las ACC existen conflictos de interés a nivel individual y personal. En el capítulo 4.2 está mencionado que el valor informativo de las calificaciones crediticias está limitado por deficiencias estructurales en la política de personal de las agencias. Existe una alta fluctuación del personal de las agencias de rating hacia el ámbito de los bancos de inversión. Por otra parte, el sistema de recompensa del personal, y en particular, de los ejecutivos de las agencias de rating deriva en un conflicto de interés. Las ACC ofrecen a sus ejecutivos participaciones accionarias. Esa forma de recompensa está considerada problemática ya que podría incentivar a los directivos a asumir riesgos excesivos y a tomar decisiones estratégicas a corto plazo para aprovechar la remuneración accionaria lo antes posible. [Hunt, 2008]

Además, el Código OICV (Véase capítulo 7.1) destaca dos conflictos de interés más frente a la política de personal de las ACC. En primer lugar, señala un posible conflicto de interés debido a las relaciones comerciales entre la agencia de rating o su personal y el emisor. Un interés entre ambas partes no debe afectar a la objetividad y calidad de las ACC en la evaluación del riesgo crediticio de un instrumento financiero. [OICV-IOSCO, 2004] Ese principio de conducta no es hipotético sino que parece que hoy en día las agencias de rating todavía tienden a seguir la antigua regla de “do ut des” – coloquialmente dicho, un favor por un favor. Un enfrentamiento de las ACC al conflicto de interés entre los particulares en la realidad representa el caso WorldCom. La empresa WorldCom compartió un director con Moody’s y recibió calificaciones crediticias favorables de dicha agencia de rating. Las clasificaciones siguieron a favor de

WorldCom aun cuando los bonos de WorldCom ya tenían calificaciones de imposibilidad de cobro.<sup>4</sup> [Patrony, 2006]

Más allá, el Código OICV recomienda diferenciar estrictamente entre el negocio de evaluación del riesgo crediticio y otros negocios de las agencias de rating como por ejemplo el de consultoría. Esos servicios complementarios de las ACC podrían causar conflictos de interés entre las agencias de calificación crediticia y el correspondiente emisor. [OICV-IOSCO, 2004] Por un lado un emisor paga tanto para las evaluaciones de riesgo crediticio como para los servicios auxiliares. Si un emisor contratase a una agencia de rating para consultoría y el resultado de la agencia de rating revelase que la recompra de acciones no afecta a la clasificación de rating, limitaría posteriormente la capacidad de decisión de la agencia de rating. Sería más difícil para la agencia de calificación crediticia modificar el rating después de la recompra de acciones por parte del emisor. [Patrony, 2006] Por otro lado los servicios complementarios de las agencias de rating son similares a los servicios consultativos de las empresas auditoras. Patrony [2006] esboza el conflicto de interés con la siguiente cadena de acontecimientos causal:

*“Just as an issuer might feel pressured by its auditor to use the auditor’s consulting services, they might similarly feel pressure to use a credit rating agency’s consulting services. Issuers might worry that if they did not purchase other services from the agency, the decision would have a negative impact on their rating. Conversely, issuers might believe that if they did purchase ancillary services, their rating would improve.”* [Patrony, 2006, pág. 79]

Las ACC afirman que desde siempre tienen en cuenta dichos conflictos de interés y que históricamente han sido capaces de gestionarlos. Las agencias de rating mencionan en particular sus propios códigos de conducta que se basan en el Código OICV.

S&P por ejemplo establece en su propio código de conducta procedimientos para asegurar que individuos no pueden relacionar las “opiniones” de rating con las cuotas a pagar. Además propone un sistema de rotación del personal, incluso en los puestos directivos, que tiene la intención de repartir las responsabilidades analíticas a lo largo del tiempo para fomentar y promover la continuidad del proceso de evaluación de riesgo crediticio. [Standard&Poor’s Ratings Services, 2013, pág.6] Sin embargo, no es oro

---

<sup>4</sup> *“were trading at non-investment grade credit spreads.”* [Patrony, 2006, pág. 69]

todo lo que reluce. El código de conducta de las agencias de rating todavía es ineficaz y todavía hay deficiencias legales acerca a la regulación de las agencias de rating. (Véase capítulo 7)

En conclusión en particular el modelo de negocio de “el emisor paga” causa los conflictos de interés. En primer lugar, de ese modelo de operaciones (Véase capítulo 3.1.2) surgen incentivos personalmente y/o económicamente favorables que motivan a las ACC a destinar a un instrumento financiero una clasificación más alta que la real. A corto plazo, la sobrevaloración del emisor o de la calidad del producto financiero lleva a ingresos lucrativos, aunque a largo plazo disminuye la reputación de la agencia de rating. En segundo lugar, su negocio de servicios complementarios causa conflictos de interés ya que posibilita el emisor a determinar la agencia de rating que proporcionaría el mejor rating para sus instrumentos financieros. [Patrony, 2006]

### **5.3 Asimetrías de información y la sobrevaluación de rating**

Por definición, hay una asimetría de información en un mercado si los vendedores – en este caso los emisores – tienen información superior a los compradores – en este caso los inversores – sobre la calidad de un producto.

Esa problemática de la asimetría de información entre inversor y emisor está reflejada en la actuación por propio interés económico de las ACC. Los emisores pagan a las agencias de rating por un rating y al mismo tiempo reciben información superior a los inversores. Los inversores no tienen acceso inmediato a la publicación del rating sino tienen que pagar otra vez, lo que resulta en una asimetría de información entre emisor e inversor. [Patrony, 1999]

Hay un truco en el modelo de negocio “el emisor paga” frente a la transparencia de la información. El emisor puede crear una asimetría de información frente a la agencia de rating porque el emisor pone a disposición toda la información necesaria para la evaluación del riesgo crediticio. En consecuencia el emisor está en una posición más favorable frente a la agencia de rating. La toma de decisión sobre la calidad de información está en su mano. [Steiner; Heinke, 1996]

Como el emisor hace frente al coste de la asimetría de información, quiere recibir una clasificación de inversión estable para reducir la prima de riesgo de su producto financiero y por tanto disminuir la tasa de interés a pagar al inversor. En consecuencia, el emisor tiende a manipular la base informativa en su favor influenciando a los analistas de las ACC o retocando la información empresarial confidencial. [Patrony, 1999] Aunque si los datos empresariales fueran completamente transparentes para las agencias de rating, el emisor aún tendría la posibilidad de modificar la clasificación crediticia. Podría facilitar nueva información corporativa antes de la publicación del rating. Por eso, es cuestionable si la información dada a las ACC es realmente creíble y si sirve para reducir las asimetrías de información existentes. [Steiner; Heinke, 1996]

No obstante, las agencias de rating tienen interés en expedir una calificación crediticia alta. Es de suponer que el emisor económicamente racional no pagará más por una calificación crediticia que su beneficio esperado de un rating. El emisor debería esperar que el rating y su contenido informativo asociado con el rating redujeran los costes de capital para el emisor o por lo menos los costes de rating. Como las ACC son instituciones financieras con fines de lucro no querrían arriesgar su rentabilidad por las cuotas pagadas. Así asimismo tienden a exponer ratings sobrevaluadas para no perder a clientes. [Patrony, 2001]

En conclusión esa tendencia de sobrevaluación de rating por parte de las ACC o del emisor por la manipulación de información surge problemas de asimetría de información entre emisor e inversor. Asimismo en el caso de sobrevaluación de calificación crediticia las agencias de rating incumplen su función informativa. (Véase capítulo 4.2). Más allá, el modelo de operaciones de las agencias intensifica el problema de asimetría de información ya que perjudica la posición de los inversores frente a los emisores porque lleva a un nivel de información aún peor. [Steiner; Heinke, 1996]



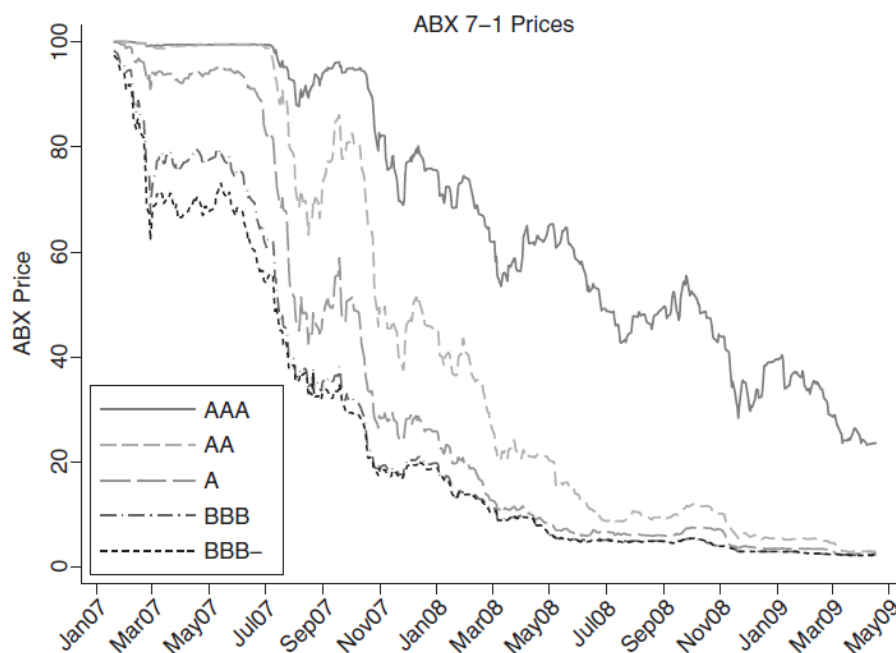
## **6 Crisis financiera mundial y el papel de las agencias de calificación**

En el capítulo 3.1, el rating está descrito como la evaluación e información sobre el riesgo de crédito de los activos dentro de una combinación de títulos y valores. El ejemplo más conocido especialmente desde la crisis financiera mundial son las titulaciones hipotecarias. En ese sentido, las calificaciones crediticias sirven como forma de certificación, la cual contribuye al boom y a la caída del mercado de los bonos de titulización. [White, 2010]

Entre 2001 y 2006 el mercado de bonos de titulización crece dramáticamente de \$100 mil millones a más de \$1 billón de dólares. [Pagano; Volpin, 2010]. En esto, las ACC desempeñaron un papel fundamental porque ayudaron con sus calificaciones demasiado optimistas esencialmente a la cadena de prestación de activos imposibles de cobro de los emisores de créditos hipotecarios vía los bancos de inversión al inversor final. Asimismo, la estructura competitiva de la industria de rating (Véase capítulo 3.2.2 y 5.1) contribuye al crecimiento más que proporcional del mercado de titulaciones porque debilita la disciplina de las agencias de rating aún más. [Haering; Douglas, 2012] Tanto las quiebras de Enron o WorldCom como algunas advertencias demasiado limitadas y tarde de las agencias de calificación crediticia deberían haber llamado la atención a la evolución inapropiada del mercado de bonos de titulización. [Cohn, 2012] Sin embargo, finalmente las bajadas enormes de las calificaciones crediticias en los años 2007 y 2008 pusieron de manifiesto los dos grandes errores de las ACC tanto en el proceso de titulización como en la crisis financiera mundial: la inflación de rating y la revelación excesiva de información. [Pagano; Volpin, 2010]

La sobrecalificación crediticia era un fallo clave. Desde la crisis las calificaciones de los instrumentos financieros y de los productos estructurados se rebajaron a nivel entre inversiones especulativas o inversiones imposibles de cobrar. [Petris, 2014] Anteriormente reflejada la inflación de rating habría sido visible particularmente en los problemas clave de los conflictos de interés y de las asimetrías de información. No obstante los operadores en los mercados financieros no prestaron atención a la colisión entre las ACC y los emisores a costa de los inversores. (Véase capítulos 5.2 y 5.3)

La sobrevaluación de calificaciones crediticias y el deterioro de la confianza consiguiente no podrían ser puestos en relieve de mejor manera que con la caída del valor del índice ABX de las titulizaciones hipotecarias con ratings entre AA y BBB- de alrededor de 100 en enero de 2007 a casi 0 en mayo de 2009. La ilustración 4 hace hincapié a la insuficiente estimación del riesgo crediticio por parte de las ACC que resulta en la manipulación y subestimación de los precios. [Pagano; Volpin, 2010] Los productos financieros y titulizaciones hipotecarias anteriormente clasificados como „seguros” se convirtieron en pérdidas reales inevitables. El valor de esos instrumentos financieros cayó dramáticamente. Los bancos reconocieron la creciente pérdida de valor del índice ABX ya al inicio de 2007 pero se basaron en explicaciones incorrectas. La psicología del mercado no culpaba de las reducciones del valor del índice ABX sino entre otras cosas al alto grado de sobrecalificación crediticia de titulizaciones hipotecarias y otros instrumentos financieros. [Roubini; Mihm, 2010]



**Ilustración 4** Valor de titulizaciones hipotecarias (MBS) según índice ABX (Pagano; Volpin, 2010, pág. 408)

El segundo error clave cometido por las ACC constata la revelación excesiva de información sobre el riesgo de los productos y titulaciones. En primer lugar, la escala de rating ya lleva a una opacidad de información porque el escalonamiento es discreto debido a la categorización por letras. Más allá de este hecho, esas escalas de calificación crediticia sólo incorporan algunas dimensiones del riesgo crediticio:

*“The ratings issued by S&P and Fitch just reflect their estimate of default probabilities; instead Moody’s ratings reflect its assessment of the expected default loss, that is, the product of the probability of default and the loss given default.”* [Pagano; Volpin, 2010, pág. 416]

Por lo demás, la opacidad de la metodología al elaborar la calificación crediticia de las agencias de rating dificultó la gestión y determinación del riesgo crediticio por parte de los inversores. En 2008, Moody’s bajó la clasificación crediticia de aproximadamente la mitad de sus CPDO (“constant porportion debt obligation”). Algunos de esos, solamente por un error en el código informático para la simulación de resultados de los CPDO. [Hunt, 2008]

Patrony [2006] añade que para revelar y transmitir toda la información sobre las titulaciones hipotecarias y otros instrumentos financieros es necesario establecer calificaciones crediticias multidimensionales. Además, recomienda elaborar estadísticas sobre la sensibilidad de los ratings considerando, por ejemplo, la correlación entre la imposibilidad de cobro de activo en la cartera de productos financieros correspondiente. No obstante ese procedimiento resultaría en un empeoramiento de la transparencia y entendimiento de los ratings cuya complejidad aumentaría para los operadores mismos en los mercados financieros y de capital.

## **7 Supervisión reguladora de las agencias de rating – post crisis**

### **7.1 Autorregulación de las agencias de rating**

#### **7.1.1 Código OICV**

La crisis financiera global revela dramáticamente cierta inseguridad de cómo tratar con la “opinión” de las agencias de rating.

Sin embargo hay un instrumento acerca al control de las agencias de rating que se aplica a todas las agencias de calificación que ejercen su negocio en cualquier país del mundo por lo cual sirve como una forma de autorregulación: El Código de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV). [OICV-IOSCO, 2003]

El objetivo principal es detectar, eliminar, superar y revelar el conflicto real o potencial de intereses que puedan influir o que ya influyeron en las ACC y su calificación crediticia. [Comisión de la UE, 2004] Por tanto el Código OICV hace hincapié en todas las competencias de las ACC tanto en su función de control e información como su responsabilidad acerca de los emisores e inversores de los mercados de capital. En total el Código OICV contempla 52 principios y normas de conducta y se divide en cuatro áreas principales –la protección de la calidad y fiabilidad del proceso de la calificación para los inversores, la garantía de la objetividad en las relaciones comerciales de las agencias de rating y el establecimiento de procedimientos de imparcialidad, eficacia y transparencia y por último, la reducción del riesgo sistémico. [OICV-IOSCO, 2004]

El Código OICV sigue del lema “cumplir o explicar”. Así se pide a las ACC a incorporar el Código OICV a sus propios códigos de conducta internos de tal manera que ayuden a mejorar la transparencia en el proceso de rating. En caso de que decidan no cumplirlo, deben explicar cómo sus propios códigos aplican los principios del Código OICV. [Diario Oficial de la Unión Europea, 2006] El Código OICV prescribe la publicación de la información externa del procedimiento de rating y de los métodos de las ACC claramente en el sentido de que una persona ajena tenga la posibilidad de entender y comprender cómo la agencia de rating ha conseguido los resultados. Por eso, las ACC tienen la obligación de presentar por escrito si sus calificaciones crediticias estaban encomendadas por el emisor o si eran ratings no solicitados. Además, las ACC están obligadas a publicar si el emisor ha aportado información confidencial. [OICV-IOSCO, 2004]

En resumen, se puede poner de manifiesto que el Código OICV tiene importancia en la actitud y ética de las agencias de rating. No obstante tiene una efectividad limitada ya que como una guía ética, las ACC tienen cierta flexibilidad en cumplir los distintos criterios del Código OICV. [Comisión de la UE, 2004]

### 7.1.2 Efectividad de la autorregulación

De momento los principios del Código OICV no demuestran obligatoriedad jurídica. Más allá, tampoco los procesos judiciales contra las ACC han tenido mucho éxito en los últimos años. Algunos emisores de instrumentos financieros acusaron las agencias de rating de falsificación y sobrecalificación crediticia de un cierto producto financiero, pero las agencias de rating al final salieron del atolladero debido a la reclamación de sus ratings como “opiniones” sin carácter consultativo a comprar, vender o mantener obligaciones. Parece que los tribunales todavía temen el poder de las agencias de rating. [Patrony 2001]

No obstante no significa que todos los jueces infligen castigos en términos favorables a las agencias de rating. Como precedente se puede exponer la demanda del inversor Maurice Quinn contra McGraw-Hill – parte de Standard&Poor’s Rating Services – del año 1999. Quinn compró \$1,29 millones dólares de “collateralized mortgage obligations” que pasaron de su categoría de rating inicial de bajo nivel de inversión a CCC y finalmente quedaron imposibles de cobrar. La juez estadounidense Diane Woods aceptó la demanda de Quinn. Woods justifica su decisión judicial con la siguiente afirmación:

*“While it is unfortunate that Quinn lost money, and we take him at his word that he would not have bought the bonds without S&P ‘A’ rating, any reliance he may have placed on that rating to reassure himself about the underlying soundness of the bonds was not reasonable”* [Quinn v. McGraw-Hill, 168 F.3d 331 (7<sup>th</sup> Cir1999) citado por: Patrony, 2001, pág. 20]

Esas últimas palabras de la sentencia judicial de la juez Diane Woods destacan claramente la ironía de la autorregulación de las agencias de rating. Por un lado las agencias de rating promueven la importancia de autorregulación tanto por el Código OICV como por mecanismos de control como la designación NRSRO que por consecuencia crea alta confianza en los mercados financieros. Por otro lado esa confianza de las agencias de rating parece insensata. Las ACC finalmente en cuanto a cualquier duda o demanda se refieren a la declaración de ratings como discurso y expresión de una opinión. En consecuencia, en principio existe el riesgo de que los principios de la autorregulación de las agencias de rating queden sin efecto si no incluyen un mecanismo coercitivo. [The Committee of European Securities Regulators CESR/05- 139b, 2005]

Además, el vocabulario del Código OICV parece muy abstracto y genérico. Por tanto resulta que deja un amplio margen de interpretación. [OICV-IOSCO, 2004] Esa ambigüedad debilita el poder del Código OICV y sus requisitos para las ACC. Además, las principales ACC se reservan el derecho de modificar sus propios códigos de conducta en cualquier momento. Por tanto, descartan la posibilidad de que exista una responsabilidad corporativa o jurídica en base de sus propios compromisos de conducta. [The Committee of European Securities Regulators CESR/05- 139b, 2005]

Más allá, el objetivo del Código OICV de la garantía de la objetividad en las relaciones comerciales de las agencias de rating declara los ratings como bien público que debería ser accesible al público sin ningún pago o restricción. De cierta manera, la transparencia reemplazaría la responsabilidad de las agencias de rating. Se supone que el emisor está capaz de evaluar la exactitud de los ratings ya que las ACC publican completamente la base de información para la correspondiente decisión de calificación crediticia. [Prager, 2012] Como está discutido ampliamente en el anexo, apartado 1 hay ciertas dudas sobre la determinación de la evaluación del riesgo crediticio como bien público.

En conclusión, hay que destacar que los códigos de conducta de las ACC son sin compromiso, como el Código OICV en sí mismo. No la formulación de un código de conducta por parte de las agencias de rating plantea el problema sino su cumplimiento. No obstante, aunque hay cierta ineffectividad en el Código OICV, juega un papel importante en la industria de rating. El Código OICV sirve como marco legislativo

básico, ayuda a mejorar la integridad, transparencia e independencia de las agencias de rating. Además, la OICV ayuda a arbitrar entre los mercados financieros de los EE.UU. y de Europa. En consecuencia, el Código OICV como método de autorregulación internacional general constituye un paso sustancial frente al aseguramiento de la calidad del sistema de calificación crediticia de las ACC.

## 7.2 Cambios reguladores en los EE.UU.

En el año 2006, justo antes de la crisis el Congreso de los EE.UU aprobó la última reforma acerca de las agencias de calificación crediticia, el “Credit Rating Agency Reform Act 2006”. La primera frase de la ley estadounidense de reforma de las agencias de rating de 2006, que entró en vigor el 27 de junio de 2007 destaca su fin:

*“An Act to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry.”* [Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress, 2006, pág.1]

Aunque la reforma de 2006 fomenta la autoridad reguladora de la SEC limita al mismo tiempo su jurisdicción. Esta reforma estadounidense no elimine la designación como NRSRO como barrera de entrada. (Véase capítulo 3.2.2.) La reforma de 2006 solamente promueve la transparencia del proceso de denominación NRSRO. [Hunt, 2008] A continuación para solicitar el estatuto de NRSRO es necesario exponer a la SEC con toda la claridad el proceso de evaluación de riesgo crediticio y el correspondiente método de calificación crediticia. Además las ACC tienen que publicar estadísticas sobre la calidad de los ratings y averiguar los potenciales conflictos de interés. Por lo demás, tienen que nombrar sus 20 mayores clientes. Finalmente las agencias de calificación crediticia deben demostrar que sus ratings han sido usados por mínimo de diez inversores institucionales durante al menos tres años. Después de la designación de una agencia de rating como NRSRO es necesario que la SEC la confirme de nuevo cada año. [Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress, 2006]

Sin embargo, no detuvo la discusión sobre las agencias de rating. La crisis posterior al año 2007 aún generó nuevas críticas acerca de la base utilizada para la evaluación de riesgo crediticio de las ACC y renovó la discusión sobre su control regulatorio. Por eso, la SEC controló el personal de las agencias de rating y estableció reglas adicionales sobre los instrumentos financieros estructurados. El Congreso de los EE.UU aún obliga a las ACC a justificar sus ratings ante el tribunal. A pesar de esas críticas fundadas, el poder legislativo estadounidense no aprobó nuevas leyes sobre la regulación de las



agencias de rating ya que la investigación del Congreso de los EE.UU concluyó que las existentes reglas son suficientes. Las autoridades regulatorias decidieron asumir medidas que mejoran los incentivos de las ACC y que adaptan el nivel de dependencia y confianza de los inversores en las calificaciones crediticias. [Hunt, 2008]

Aunque la mayoría de las ACC tienen su sede en los EE.UU operan globalmente. Por eso es imprescindible que las agencias de rating no solo estén sujetas a la regulación estadounidense sino también a un marco regulador europeo en base de los mismos objetivos y principios.

### **7.3 Nuevas regulaciones de calificación crediticia en la Unión**

#### **Europea**

El Reglamento (CE) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de noviembre de 2009 describe el primer paso para subsanar las principales deficiencias de las ACC que la crisis ha puesto de manifiesto. El Reglamento (UE) No. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo fundó la Autoridad Europea de Mercados y Valores (AEMV). La AEMV tiene la competencia absoluta a nivel europeo de registrar y supervisar a las agencias de rating en Europa. [Diario Oficial de la Unión Europea, 2013]

Hasta ahora, la lista de las agencias de calificación crediticia registradas de conformidad con dicho Reglamento comprende 37 agencias de rating registradas y situadas en Europa. (Véase Ilustración 5)

<b>Name of CRA</b>	<b>Country</b>	<b>Status</b>	<b>Effective</b>
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Registered	16. Nov 10
Feri EuroRating Services AG	Germany	Registered	14. Apr 11
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Registered	06. Apr 11
Creditreform Rating AG	Germany	Registered	18. Mai 11
Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	Germany	Registered	24. Mai 11
ICAP Group SA	Greece	Registered	07. Jul 11
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	Germany	Registered	28. Jul 11
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Registered	18. Aug 11
ARC Ratings, S.A. (previously Companhia Portuguesa de Rating, S.A)	Portugal	Registered	26. Aug 11
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	Registered	08. Sep 11
DBRS Ratings Limited	UK	Registered	31. Okt 11
Fitch France S.A.S.	France	Registered	31. Okt 11
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Registered	31. Okt 11
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Registered	31. Okt 11
Fitch Polska S.A.	Poland	Registered	31. Okt 11
Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Registered	31. Okt 11
Fitch Ratings Limited	UK	Registered	31. Okt 11
Fitch Ratings CIS Limited	UK	Registered	31. Okt 11
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Registered	31. Okt 11
Moody's France S.A.S.	France	Registered	31. Okt 11
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Registered	31. Okt 11
Moody's Italia S.r.l.	Italy	Registered	31. Okt 11
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Registered	31. Okt 11
Moody's Investors Service Ltd	UK	Registered	31. Okt 11
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Registered	31. Okt 11
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Registered	31. Okt 11
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	Registered	31. Okt 11
CRIF S.p.A.	Italy	Registered	22. Dez 11
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus	Registered	08. Mai 12
European Rating Agency, a.s.	Slovakia	Registered	30. Jul 12
Axesor SA	Spain	Registered	01. Okt 12
Cerved Rating Agency S.p.A. (previously CERVED Group S.p.A. )	Italy	Registered	20. Dez 12
The Economist Intelligence Unit Ltd	UK	Registered	03. Jun 13
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	Italy	Registered	13. Jun 13
Spread Research	France	Registered	01. Jul 13
EuroRating Sp. z o.o.	Poland	Registered	07. Mai 14
Moody's Investors Service EMEA Ltd	UK	Registered	24. Nov 14

**Ilustración 5** Elaboración propia de las agencias de rating registradas en Europa adaptada la lista de AEMV a 12 de diciembre de 2014

Un examen detenido permite constatar, no obstante, que las tres grandes agencias de rating americanas están omnipresentes. Actualmente, S&P está representado por tres filiales, Moody's por seis y Fitch por siete.

Es importante evitar que el registro en la lista de AEMV se convierta en una barrera de entrada a la industria de rating en Europa. [European Securities and Markets Authority, 2015] El registro en la lista de AEMV no es permanente sino hay una obligación de las

ACC para adaptar su normativa a las exigencias de registro de la AEMV. [Dietz Legind; Hørby Jensen, 2014] Un proceso de registro demasiado complicado y penoso por parte de la AEMV provocaría que solamente las principales ACC fueran capaces de cumplirlo. Como sucedido en los años setenta con la designación NRSRO en los EE.UU, el registro de la AEMV favorecería el oligopolio entre Moody's, S&P y Fitch también en la industria de rating en Europa.

La principal deficiencia de las ACC describe los conflictos de interés en combinación con las asimetrías de información. (Véase capítulos 5.2 y 5.2) En particular el artículo 6 del Reglamento No. 462/2013 trata de la inexistencia de conflictos de interés relacionados con inversiones en agencias de rating y de la independencia de las ACC en cuanto a su negocio y a su personal. Por eso las agencias de rating deben implementar estructuras de control interno eficaces. Además, deben establecer procedimientos y procesos operativos normalizados con respecto a *“la gobernanza de las empresas, la organización y la gestión de los conflictos de intereses.”* [Diario Oficial de la Unión Europea, 2013, pág.14] Asimismo dicho artículo limita la duración de los contratos de relaciones comerciales entre las agencias de rating y las entidades calificadas a un máximo de cuatro años. [Möllers; Niedorf, 2014]

Por lo demás, el Artículo 7 de la regulación de las agencias de rating de la UE ayuda a evitar conflictos de intereses particulares de los analistas de calificaciones, empleados u otras personas que forman parte de la evaluación de riesgo. En capítulos anteriormente discutidos, las ACC tienen interés en dar una clasificación crediticia sobreevaluada para atraer tanto a nuevos clientes como mantener relaciones comerciales con los emisores anteriormente calificados. Por tanto el artículo 7.4 del Reglamento (CE) No. 1060/2009 obliga a las ACC en cuanto a ratings solicitados a establecer un mecanismo de rotación del personal. [Diario Oficial de la Unión Europea, 2009]

Aunque ese sistema de rotación gradual normalmente no se aplica a calificaciones soberanas que suelen ser ratings no solicitados, ese mecanismo provoca dos efectos colaterales. Por una parte facilita el acceso a la industria de rating para otras ACC. Por otra parte intenta promover ratings más diversos y finalmente mejorar la evaluación de la solvencia de titulaciones y retitulaciones. [Dietz Legind; Hørby Jensen, 2014] Además el Reglamento (UE) No. 462/2010 obliga a las ACC de informar y explicar

precisamente por qué deciden elaborar y publicar ciertas calificaciones soberanas que normalmente son ratings no solicitados. Este deber de explicar, tiene el fin de ayudar a los inversores a entender el rating y sus consecuencias e implicaciones más amplias. Además, el “Artículo 8 bis calificaciones soberanas” del Reglamento (UE) No. 462/2013 establece reglas acerca del momento de la publicación de estas calificaciones crediticias. Las ACC deben publicar sus ratings soberanos después del cierre de la bolsa y por lo menos una hora antes de su apertura.

Otro potencial para conflictos de interés son los servicios complementarios ofrecidos de las ACC. La regulación de la UE de las calificaciones crediticias prohíbe ofrecer servicios de consultoría o asesoramiento a entidades calificadas por las agencias de rating. [Möllers; Niedorf, 2014] No obstante, los reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo no definen explícitamente los servicios complementarios. Por tanto, podría resultar difícil diferenciar precisamente entre servicios de consultoría y otros servicios auxiliares. Dietz Legind y Hørby Jensen [2014] concluyen que esa inexactitud de los reglamentos de la UE incentivaría a las ACC a continuar sobrevalorando las evaluaciones de riesgo crediticio para mantener las relaciones comerciales rentables con sus clientes que les prestan los servicios complementarios.

En la AEMV se discutió en detalle si el modelo “el emisor paga” como elemento crítico del negocio de rating debería ser eliminado. La Comisión Europea rechazó la propuesta de eliminación aunque reconoció los conflictos de interés causados por ese modelo de negocio. [Möllers; Niedorf, 2014]

Más bien los reglamentos de la legislación de la UE intentan suprimir los conflictos de interés de las ACC a través del fortalecimiento de la transparencia y de los deberes de información. Por tanto, las ACC deben por ejemplo publicar un informe anual de transparencia que incluye mecanismos de control interno como la política de rotación o información sobre las entidades que aportan mínimo el 5% a los ingresos anuales de la agencia de rating. Además, tienen que elaborar distintas calificaciones crediticias de instrumentos financieros complejos mediante símbolos específicos. [Petrusheva; Nikolovski, 2013; Dietz Legind;Hørby Jensen, 2014]

Más allá, el artículo 8, apartado 5 del Reglamento (UE) No. 462/2013 precisa los deberes de información de las agencias de rating obligándoles a:

*“publicar las modificaciones sustanciales proyectadas o los nuevos métodos de calificación proyectados en su sitio web, (...) explicando de forma detallada la motivación y sus implicaciones de las modificaciones sustanciales o de los nuevos métodos de calificación proyectadas.”*

[Diario Oficial de la Unión Europea, 2013, pág. 16]

Además, tienen que revisar sus métodos y modelos aplicados periódicamente e informar sobre su tasa de incumplimiento de sus ratings cada seis meses. [Petrusheva; Nikolovski, 2013; Möllers; Niedorf, 2014] Sin embargo, Dietz Legind y Hørby Jensen [2014] plantean dudas sobre las especificaciones legales de los métodos y metodologías de las ACC. Critican que podría aumentar las barreras de entrada de la industria de rating y por tanto intensificar el existente oligopolio. Los autores justifican sus hipótesis reflejando que la metodología de rating es una de las únicas posibilidades de las agencias de calificación crediticia de diferenciarse unos de otros. Por lo demás, imponer metodologías concretas a las agencias de rating llevaría a una responsabilidad legal de reguladores con respecto a los ratings publicados.

La principal modificación del último Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia describe el artículo 35 que se refiere a la responsabilidad civil de las agencias de rating:

*“Si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III que afecte a una calificación crediticia, los inversores o emisores podrán reclamar a dicha agencia de calificación crediticia indemnización por los daños y perjuicios que hayan sufrido a causa de tal infracción.”*

[Diario Oficial de la Unión Europea, 2009, pág.20]

Aunque la nueva regulación sobre la responsabilidad civil de las ACC fomenta los derechos del emisor e inversor, Dietz Legind y Hørby Jensen [2014] critican una desigualdad en la protección del emisor e inversor. En su opinión los inversores no están suficientemente protegidos por la ley ya que no existe transparencia absoluta de

los procesos internos de las ACC para los inversores.<sup>5</sup> Por lo demás, plantean dudas sobre la efectividad de la presentación de una demanda judicial contra las agencias de rating por los emisores o inversores.

Por una parte, la responsabilidad civil está limitada a la determinada infracción de la calificación crediticia a la cual el inversor o emisor se refiere. Además, los inversores solo pueden reclamar daños si actuaron con debido cuidado, es decir, si confían justificadamente en los ratings. Por otra parte, la posibilidad de negligencia contribuyente constituye un obstáculo considerable de la protección de los operadores en los mercados financieros. En particular, la segunda calificación obligatoria para productos de financiación estructurada descarta la demanda judicial contra las ACC. El artículo 8 del Reglamento (UE) No. 462/2013 exige que “(...) *el emisor o un tercero vinculado considerará designar por lo menos a una agencia de calificación crediticia con una cuota no superior al 10% del mercado total (...).*” [Diario Oficial de la Unión Europea, 2013, pág. 18]. Sin embargo no obliga al emisor a contratar necesariamente a una “pequeña” agencia de rating de la lista AEMV sino a otra. [Möllers; Niedorf, 2014]

En conclusión, antes de la crisis casi no había regulación de las ACC. No obstante en 2010 había una discusión de una propia agencia de rating europea. Para los defensores una agencia de calificación crediticia europea ofrece una posibilidad de suprimir los errores principales de las ACC durante la crisis. La agencia de rating europea sería una institución sin fines de lucro financiada por inversores privados para no comprometer su juicio e integridad por estados particulares de la UE y evitar cualquier conflicto de interés. [Petrusheva; Nikolovski, 2013] Asimismo, Möllers y Niedorf [2014] exigen que se haga más hincapié en la perspectiva europea. Por tanto, proponen que el segundo rating obligatorio sea europeo para fomentar las agencias europeas de la lista de la AEMV.

La Comisión Europea, no apoya la propuesta de una agencia de rating europea ya que el análisis sobre una agencia de calificación crediticia demostró que montar una agencia de rating pública costaría aproximadamente €300-500 millones a lo largo de cinco años. Además podría haber problemas de credibilidad de la agencia de rating pública en cuanto a las cualificaciones soberanas. [European Commission, 2013, apartado IV.12]

---

<sup>5</sup> “*does not sufficiently protect investors who may not have close insight into internal procedures of CRAs.*” [Dietz Legind; Hørby Jensen, 2014, pág. 143]

Al contrario, la Comisión Europea intenta de establecer un marco regulador común con el fin de resolver las principales deficiencias de las ACC (Véase capítulo 5), mejorar la responsabilidad de las agencias de rating y evitar crisis en el futuro. [European Commission, 2013]

## **8 Discusión sobre el marco regulador adecuado de las agencias de calificación crediticia**

Mientras que la UE aprobó una regulación más estricta incluso con responsabilidad civil para las agencias de rating en el caso de infracción deliberada o por negligencia grave, en los EE.UU. las agencias de rating siguen operando sin responsabilidad civil y no deben temer consecuencias judiciales en el caso de clasificaciones crediticias incorrectas. Por eso, queda la pregunta de cuanta regulación es requerida, necesaria y adecuada para supervisar a las ACC en los mercados financieros y por tanto evitar incentivos inadecuados a las agencias de rating e información de mercado falseada que transmite señales erróneas a los inversores y otros actores financieros.<sup>6</sup> [McClintock Ekins y Calabria, 2012]

### **8.1 Autorregulación de las agencias de rating y la desregulación de los mercados financieros**

Hasta la crisis, predominaba el liberalismo ortodoxo en la industria de calificación crediticia. Ese tipo de liberalismo se caracteriza por una libertad casi completa de los mercados con intervención mínima por parte del estado. El enfoque más liberal tienen los economistas del análisis del libre mercado que declaran los mercados como eficientes en sí mismos y sus posibles imperfecciones de los mercados no tienen demasiada relevancia. Mayoritariamente predomina la teoría de la elección pública que reconoce el mejor gobierno en su mínima expresión. La intervención estatal debe crear un entorno libre a través de sus bienes públicos como la infraestructura para que los operadores en el mercado puedan operar libremente y eficientemente y expresar sus preferencias económicas. [Cohn, 2012] Las palabras clave de ese tipo de liberalismo son la desregulación del mercado por parte del estado que lleva a la autorregulación del mercado.

Aplicando la teoría del liberalismo ortodoxo a la realidad en la industria de rating, Patrony [1999] afirma que en particular los economistas desde Adam Smith reconocían el valor de la reputación y la resultante reserva de prestigio en un mercado de

---

<sup>6</sup> *“misaligned incentives among economic actors and distorted market information that provides inaccurate signals to investors and other financial actors.”* [McClintock Ekins y Calabria, 2012, pág.1]



autorregulación. La reputación está vinculada con el comportamiento de un individuo en el mercado. En consecuencia la reputación como componente de la confianza influye en particular en el proceso de tomar una decisión.

Patrony [1999] afirma que el valor de la reputación es de particular importancia en oligopolios o monopolios ya que los operadores en el mercado interactúan con un pequeño número de ofertantes. En este caso, la intervención estatal no es directamente necesaria ya que los actores en el mercado se observan precisamente y por tanto obtienen información sobre las estrategias de los competidores.

En resumen, ese pensamiento teórico de Patrony y la teoría del liberalismo ortodoxo llevarían a la conclusión de que la industria de rating es un sistema autorregulado de competencia limitada y que por tanto requiere una intervención estatal mínima para funcionar bien. Desde los años setenta los principios del liberalismo ortodoxo ganaron más y más popularidad. Especialmente, la primera ministra británica Margaret Thatcher y el presidente estadounidense Ronald Reagan promovieron la desregulación de los mercados a mercados de “laissez-faire”. [Cohn, 2012] También el antiguo presidente de la Reserva Federal de EE.UU., Alan Greenspan, favorece la desregulación de los mercados en general y de los mercados financieros en particular. Sin embargo, él mismo está criticado por ser uno de los culpables de la crisis financiera con su política de desregulación y tipos de interés demasiado bajos que llevó a la burbuja inmobiliaria. [Colvin, 2010]

Sin embargo, hay autores económicos que promueven la desregulación de la industria de rating. En particular Lawrence J. White, profesor de economía en New York University's Stern School of Business promueve el planteamiento económico de menos regulación de las agencias de calificación crediticia. Según White [2010] ampliar la regulación acerca a las ACC resulta en más barreras de entrada, regulación de las estructuras y procedimientos de calificación crediticia de bonos y productos financieros rígidamente determinada. Además un marco regulador más amplio causa menos innovación frente a nuevas formas de recopilar y evaluar información sobre el riesgo de instrumentos financieros. Tampoco promueve nuevas tecnologías, nuevas metodologías y nuevos modelos incluidos los nuevos modelos de negocio de las ACC.

Por eso White [2010] propone abolir la denominación NRSRO de las agencias de rating. El autor afirma que hay tendencias acerca de la desregulación de las ACC. La SEC redujo las normas acerca a la designación NRSRO en la última reforma sobre las agencias de rating en 2006. (Véase capítulo 7.2) Sin embargo aumentó al mismo tiempo la responsabilidad de las agencias de rating actualmente designadas como NRSRO, las cuales deben encargarse aún más de los problemas actuales de rating.

Finalmente, White [2010] concluye que el resultado de implementar más regulación sobre las agencias de rating es que las ACC serán incluso más importantes para los mercados de capital pero es poco probable que produzcan mejores calificaciones.

## **8.2 Regulación de la industria de rating por intervención del estado**

Al contrario al liberalismo ortodoxo, los economistas del liberalismo intervencionista favorecen la intervención del estado para promover más igualdad y justicia en una economía de libre mercado. [Cohn, 2012] Desde la crisis, hay cada vez más la tendencia hacia el liberalismo intervencionista cuyo representante más famoso es John Maynard Keynes.

Después de la crisis los responsables políticos tienden a considerar que la intervención creciente del estado trae consigo una resolución completa o parcial de los errores y problemáticas de las agencias de rating. [White, 2010] Las nuevas regulaciones de la Unión Europea indican que siguen este liberalismo intervencionista. Introdujeron medidas acerca de los conflictos de interés tanto como de las asimetrías y revelación de información sobre el riesgo crediticio. El estado interviene en los negocios y estructuras empresariales de las ACC forzando la implementación del sistema de rotación e implicando la responsabilidad civil de las agencias de rating en caso de negligencia grave o de forma deliberada.

Aunque los reglamentos de la UE sobre las agencias de calificación crediticia no consideran el modelo “el emisor paga” como el principal problema de la crisis, muchos economistas describen el cambio del modelo de negocio al antiguo modelo de “el inversor paga” como el punto de partida de la intervención del estado. Según White, [2010] los responsables políticos estadounidenses tenían conocimiento de la problemática del modelo de negocio lucrativo y el poder enorme de las ACC antes de la

crisis. El Congreso de los EE.UU. obliga a la SEC y a los representantes de las agencias de rating a justificar por qué no corrigieron sus calificaciones crediticias de Enron y WorldCom hasta la quiebra de dichas empresas en 2001. En las justificaciones, las agencias de rating y la SEC exponen en particular el modelo de “el emisor paga” como principal fuente de sus errores. [White, 2010] Ese modelo de negocio puede llevar a la sobrevaluación de las calificaciones crediticias ya que el emisor decide quién o qué agencia de rating evalúa sus instrumentos financieros o deuda soberana. No obstante, hasta la crisis los responsables políticos no reaccionaron ni tomaron medidas intervencionistas.

En resumen, las medidas adecuadas de los políticos responsables dependen de cuál de los problemas de las agencias de rating consideran como fundamental. Por otra parte, la eficiencia de las medidas de la política económica depende de si los mercados financieros confían en que la regulación pública es capaz realmente de atacar los problemas clave con las estrategias adecuadas. [Richardson; White, 2009]

La UE promulga nuevos reglamentos que se basan en la falta de competencia en la industria de rating, en los conflictos de interés y en la ausencia de responsabilidad civil de las agencias de rating. Se trata de una estrategia intervencionista de alto grado. La fundación Friedrich Ebert Berlín exige aún más una regulación más estricta de los criterios de evaluación de riesgo. El marco regulador incluiría no sólo los resultados de modelos actuales sino también las experiencias del personal respecto a la evaluación de riesgo, especialmente en tiempos de crisis económica. La regulación más estricta en la UE está justificada por el carácter polifacético de las crisis que no se pueden reproducir fácilmente en el cálculo de un modelo. [Schrooten, 2013]

La regulación sobre las agencias de rating en los EE.UU sigue un camino menos intervencionista. A pesar de la oposición de las tres principales ACC estadounidenses intervenía la SEC en 2006 modificando los requisitos para la designación NRSRO. Sin embargo la SEC como ya mencionado no lanzó reglamentos acerca del modelo de negocio porque el modelo “el emisor paga” es un elemento fundamental para Wallstreet. Como los emisores tienen la posibilidad de elegir entre las agencias de rating porque les encargan y pagan, eligen la agencia de calificación crediticia de la que asumen que les dan el rating más favorable. Esa posibilidad de comprar calificaciones

crediticias favorables es esencial para Wallstreet por lo que con esos ratings sobreevaluados los emisores son capaces de aumentar sus negocios e ingresos de manera excesiva como ha sucedido antes de la crisis. Como Wallstreet tiene una alta influencia en la regulación de los EE.UU., manifiesta también su oposición a una regulación más estricta e intervencionista después de la crisis. [Haering; Douglas, 2012]

Además Rosenbaum [2009] concluye en su estudio sobre el poder político de las agencias de rating que a igualdad de condiciones tienen más influencia política en los EE.UU. que Alemania, parte de la UE. La rebaja de la calificación crediticia de instrumentos financieros o deuda soberana en los EE.UU. implica costes políticos más elevados en forma de pérdidas de votos políticos. Esos tienen más peso en las elecciones en los EE.UU. que en Alemania.

Algunos autores como Pagano y Volpin [2010] promueven el cambio del modelo de negocio al modelo antiguo “el inversor paga” con intervención del estado. El modelo “el inversor paga” tiene la desventaja de que surge el problema de que los inversores pueden aprovecharse de los ratings – pagados por otros inversores – sin costes. En inglés el problema se llama “free riding”. Pagano y Volpin [2010] explican el problema de aprovecharse de ratings pagados y solicitados de otros inversores con el ejemplo del mercado de los discos compactos musicales y de software de música. En ese mercado los consumidores pueden reproducir y difundir música y software a un coste muy bajo en Internet. Esa capacidad de los consumidores dificulta los negocios e ingresos para los productores de música y software de música. Con respecto a la industria de rating el estado tendría el papel de impedir ese aprovechamiento. Los autores proponen que el estado cargue una tasa antes de la evaluación del riesgo crediticio a los inversores institucionales. En consecuencia el estado fija el nivel de la tasa para garantizar la viabilidad de las ACC. Además evita que las agencias de rating se enriquezcan por tasas demasiado altas.

Por el contrario, Richardson y White [2009] promueven una plataforma centralizada de compensación. Esa propuesta tiene el fin de mantener el modelo de negocio actual de las ACC. Al mismo tiempo resuelve los problemas de aprovechamiento, conflictos de interés y falta de competencia por intervención estatal. El emisor se dirige a la plataforma centralizada de compensación si quiere pedir una evaluación de riesgo

crediticio de su producto financiero o deuda soberana. La plataforma centralizada a su vez elige la agencia de rating adecuada para esa calificación crediticia en base a un proceso de elección sistemático. Ese proceso sistemático favorece la competencia entre las ACC e impide la creación de un oligopolio.

Por tanto, el estado incentiva las ACC a invertir recursos, ser innovadoras y ofrecer ratings de alta calidad. Además, evita conflictos de interés porque el estado se encarga de la elección de la agencia de rating, no el inversor. Después de elegir a la agencia de rating adecuada, el emisor debe pagar una tasa a la plataforma centralizada de compensación para que la agencia pueda evaluar el riesgo crediticio del instrumento financiero o deuda pública. Con el pago del emisor el estado impide que los inversores puedan aprovechar de la calificación crediticia. En esa propuesta la intervención estatal está vinculada con la capacidad del estado de manejar y evaluar el desempeño y resultado de las agencias de rating perfectamente.

## 9 Conclusión

Hasta el inicio de la crisis en 2007 los operadores en los mercados financieros confiaban en el buen cumplimiento de la función de control y estabilidad así como la función informativa de las agencias de rating. El requerimiento legal de evitar conflictos de interés así como reconocer la obligación de información parecían los suficientes instrumentos para controlar la actitud de las ACC. La reputación desempeñaba y desempeña un papel esencial en la industria de rating. Esa reputación junto con el modelo de negocio “el emisor paga” posibilitaba a las agencias de rating para convertirse de publicadores de información financiera en intermediarios financieros esenciales y demasiado rentables.

No obstante la crisis financiera reveló dramáticamente los dos principales fallos de las agencias de calificación crediticia: la sobrecalificación crediticia y la revelación excesiva de información sobre el riesgo crediticio. Además las ACC fracasaron en adaptar sus ratings al cambio de las condiciones de mercado como en los casos mencionados de Enron y WorldCom. Esa situación penosa se ve agravada por el hecho de que las ACC hasta ahora no tienen un marco regulador suficiente para supervisar y regular esas instituciones financieras en sí mismas y su influencia sobre los mercados financieros.

Sin embargo, resulta que los responsables políticos internacionales todavía actúan con mucha incertidumbre en cuanto a la regulación del poder de las ACC en los mercados financieros. El Código OICV que tiene el fin de establecer un código de conducta para las agencias de rating prueba la inseguridad de tratar con la opinión de las ACC. Las agencias de evaluación de riesgo crediticio están dispuestas a implementar el Código OICV en su propio código de conducta pero la ineffectividad y el cumplimiento de dicho código crea dudas. Resulta que ya la necesidad de crear un código de conducta como el Código OICV supone un reconocimiento por ambos lados de que la calificación crediticia vale más que una sola opinión en los mercados financieros. Por eso es imprescindible conseguir una autorregulación más fuerte y eficaz por parte de las ACC. Además deben completar el marco regulador existente del estado para fomentar mercados financieros que promuevan un crecimiento mundial sostenible capaz de satisfacer las necesidades de todos los operadores en el sector financiero.

La nueva regulación post crisis de las agencias de rating tanto de los EE.UU. como la de la UE pone de relieve dos principales problemáticas. Primero, las ACC son empresas privadas con fin de lucro que mayoritariamente están situadas en los EE.UU. Por eso la regulación de la UE afecta a esas ACC estadounidenses sólo en parte de manera que regula sus sucursales listadas en el registro de la AEVM. Segundo, sigue pendiente la pregunta de la responsabilidad moral y legal de las agencias de rating en los mercados financieros. De momento, estas problemáticas no reciben respuestas concretas. Según las ACC, sus evaluaciones de riesgo crediticio no son nada más que “opiniones” sobre la solvencia y la capacidad crediticia de una deuda o un prestatario. Por tanto, se acogen a no asumir ningún tipo de responsabilidad para sus ratings remitiendo al derecho constitucional de la libertad de expresión.

No obstante, la UE introdujo en los Reglamentos de las agencias de rating recientemente la responsabilidad civil de las ACC en caso de negligencia o de intención de infracción. Aún es necesario a ver si esas reglas acerca a la responsabilidad civil de las ACC realmente están aplicadas. Las agencias de rating todavía se oponen a la regulación más reciente de la SEC de 2006 y a la regulación post crisis de la Unión Europea. Parece que de momento las ACC no aprendieron de los respectivos errores cometidos antes de la crisis. Por tanto mi trabajo pueda ser perfeccionado en buscar por casos concretos en los cuales se ha aplicado los nuevos Reglamentos de la UE y de las EE.UU. hasta ahora y si ha tenido éxito.

En conclusión hay dos paradojas importantes en la regulación de las ACC.

En primer lugar, hay una paradoja importante con referencia a la extensión eficaz del marco regulador. Por un lado, no existe mucha regulación acerca a la calidad de las calificaciones y su subyacente metodología. Por otra parte, las ACC desempeñan sin duda una función de control y regulación sustancial en los mercados financieros. A continuación el valor informativo real de las calificaciones crediticias queda crítico y representa una zona gris en la regulación actual de las ACC.

La segunda paradoja importante y la problemática crucial de las ACC describen el enriquecimiento creciente de las agencias de rating que se rigen por una lógica de rentabilidad frente a la calidad decreciente del valor informativo de los ratings por sobrevaloración crediticia, visto en la crisis. Cualquiera de los emisores financieros

siempre tiene la intención de recibir las calificaciones crediticias más altas y optimistas posibles para reducir la prima de riesgo de sus productos financieros y por tanto el tipo de interés a pagar. Lo esencial es certificar su solvencia y viabilidad en los mercados financieros y evitar círculos viciosos por rebajas de calificación crediticia. Las ACC benefician de esa necesidad de los emisores ya que determinan los precios a pagar para las calificaciones crediticias y los métodos de evaluar el riesgo crediticio. El incentivo para sobrevalorar los ratings para las agencias de rating está vinculada con el modelo de negocio y su fin de lucro. A continuación las agencias de rating ya no son publicadores financieros como Reuters o DowJones. En particular el proceso de titulización ayudó a las ACC a aumentar su rentabilidad excesivamente hasta la crisis. La regulación post crisis tanto de los EE.UU como de la UE no impiden esos incentivos de sobrevalorar las calificaciones crediticias ni obligan a las ACC a divulgar cuánto dinero el emisor paga en concreto.

Sin embargo resulta que aumentar la regulación post crisis sobre las ACC a nivel internacional de manera más coherente es un paso en la dirección correcta hacia una regulación eficaz que se dirige en particular a la sobrevaloración de rating, la revelación excesiva de información y los conflictos de interés. No obstante la base sobre la cual los responsables políticos decidieron la nueva regulación post-crisis sobre las ACC todavía se diferencia entre la UE y los EE.UU. Pese al CRA Act 2006, la SEC sigue sin tener poder de regulación con respecto a los métodos y la metodología de evaluación de riesgo de las agencias de rating con denominación NRSRO. Los Reglamentos de la UE son más precisos con respecto a los métodos, la política de personal y la responsabilidad civil de las ACC pero arriesgan que el estado interviene demasiado con efectos negativos a la estructura de la industria de rating en Europa.

Aunque las autoridades reguladoras establecieron regulación más estricta frente a las agencias de rating no significa que una crisis no puede repetirse. Aún más las ACC a su vez tienen que asumir responsabilidad en forma de reformas internas necesarias y más autorregulación para que una crisis como la actual no vuelva a suceder. No puede observarse que el cambio del modelo de negocio de las agencias de rating al modelo de “el inversor paga” sea la solución absoluta. Resulta que el estado tiene que intervenir en el modelo de negocio actual de las ACC para impedir los conflictos de interés que llevan a la opacidad de información entre los operadores en los mercados financieros.



Más allá, la intervención estatal reguladora debe imposibilitar los incentivos de sobreevaluación. La propuesta de White y Richardson [2009] de crear una plataforma centralizada de compensación podría ser una opción equilibrada entre autorregulación e intervención estatal. Sin embargo no hay una panacea para los problemas de las ACC.

Respondiendo a la pregunta principal de mi trabajo fin de grado cuánta regulación de las agencias de calificación crediticia es adecuada para dirigirse eficientemente a sus deficiencias principales con el fin de mejorar la calidad de calificaciones crediticias en el futuro, se puede concluir que hay que seguir el método de probar y ver. En todo caso hay un aspecto cierto:

*“No podemos resolver problemas pensando de la misma manera que cuando los creamos.”*

(Albert Einstein)

## VII BIBLIOGRAFIA

**Augier, Audrey; Dunne, Carmel; Hughes, Chantal (2013):** „*Stricter rules for credit rating agencies to enter into force*“ en: European Commission. IP/13/555. EUROPE. Press releases database. Press Release details: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-555\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-555_en.htm) [última vista: 01.06.2015]

**Blázquez, Pilar (2013):** “*El sueño de una agencia de calificación europea se diluye por falta de dinero y apoyos políticos*” en: eldiario.es. Actualidad. Economía: [http://www.eldiario.es/economia/agencia-europea-dinero-apoyos-politicos\\_0\\_90291323.html](http://www.eldiario.es/economia/agencia-europea-dinero-apoyos-politicos_0_90291323.html) [última vista: 01.06.2015]

**Bolton, Patrick; Freixas, Xavier; Shapiro, Joel (2012):** “*The Credit Ratings Game*”, en: The Journal of Finance. Vol. LXVII, No.1. February 2012.

**Camacho Laraña, Ildelfonso; Fernández Fernández, José Luis; González Fabre Raúl y Miralles Massanés, Josep (2013):** “*Ética y Responsabilidad Empresarial*”. Bilbao, Desclee De Brouwer, S.A.

**Cohn, Theodore H. (2012):** “*Global Political Economy*”, Newmarket, ON, Canada. Pearson Education Canada. 6<sup>th</sup> Edition

**Colvin, Geoff (2010):** “*ALAN GREENSPAN FIGHTS BACK*” en: Fortune. Mar 1, 2010. Vol.161, Issue 3

**Diario Oficial de la Unión Europea (2006):** Comunicación de la Comisión sobre las agencias de calificación crediticia. 2006/C 59/02.

**Diario Oficial de la Unión Europea (2009):** “*REGLAMENTO (CE) No 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia*”: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:ES:PDF> [última visita: 01.06.2015]

**Diario Oficial de la Unión Europea (2013):** “*REGLAMENTO (UE) No 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) no 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia*”: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0462&rid=1> [última visita: 01.06.2015]

**Dietz Legind, Nina; Hørby Jensen, Camilla (2014):** “*The European Regulation of Credit Rating Agencies*” en: *Law in Context*. 2014, Vol. 30 Issue 1, p114-145

**European Commission (2004):** “*ANHANG. Der IOSCO-Verhaltenskodex für Rating-Agenturen (“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”* en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/annex\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/annex_de.pdf) [última visita: 01.06.2015]

**European Commission (2013):** “*New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force – frequently asked questions*”. MEMO/13/571. 18/06/2013:  
[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-571\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm) [última vista: 01.06.2015]

**European Commission.** Banking and finance. Rating agencies:  
[http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm) [última vista: 01.06.2015]

**European Securities and Markets Authority (2015):** “*List of registered and certified CRAs*”. Home. Credit Rating Agencies. Registered CRAs:  
<http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> [última vista: 01.06.2015]

**Gavras, Panayotis (2012):** “*Calificaciones en juego*” en: IMF. Finanzas & Desarrollo. Págs. 34 – 37:  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2012/03/pdf/gavras.pdf> [última visita: 01.06.2015]

**Gärtner, Manfred; Griesbach, Björn (2012):** “*Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011*” en: Discussion Paper no. 2012-15. June 2012. School of Economics and Political Science, Department of Economics, University of St.Gallen

**Haering, Norbert; Douglas, Niall (2012):** “*Economists and the Powerful: Convenient Theories, Distorted Facts, Ample Rewards*”. London. ANTHEM PRESS. | Wimbeldon Publishing Company

**Horstmann, Ulrich (2013):** “*Die geheime Macht der Ratingagenturen: Die Spielmacher des Weltfinanzsystems*”, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag/GWV Fachverlage GmbH. 1. Auflage

**Hunt, John Patrick (2008):** “*Credit Rating Agencies and the worldwide Credit Crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*”, en: Columbia Business Law Review, Vol. 2009, No. 1, University of California, Davis – School of Law: <http://ssrn.com/abstract=1267625> [última visita: 01.06.2015]

**International Organization of Securities Commissions. OICV-IOSCO (2003):** “*IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies*“, Report of the Technical Committee of IOSCO Sep 2003:  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> [última visita: 01.06.2015]

**International Organization of Securities Commissions. OICV-IOSCO (2004):** “*Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*“, Report from the TC Chairmen Task Force on CRAs. Oct 2004:  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf> [última visita: 01.06.2015]

**Karmel, Roberta S. (2012):** “IOSCO’s Response to the Financial Crisis”, en: Journal of Corporation Law. Summer 2012, Vol. 37 Issue 4, págs. 849-901

**Loeffler, Gunter (2012):** “Can rating agencies look through the cycle?”, en: Review of Quantitative Finance and Accounting, May 2013, v. 40, iss. 4, págs. 623-646

**Macey, Jonathan R. (1998):** “Wall Street Versus Main Street: How Ignorance, Hyperbole and Fear Lead to Regulation”, 65 University of Chicago Law Review. 1487: [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1426/](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1426/) [última visita: 01.06.2015]

**McClintock Ekins, Emily; Calabria, Mark A. (2012):** “Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies”. En: Policy Analysis. N° 704. August 1,2012. Cato Institute

**Möllers, Thomas M.J.; Niedorf, Charis (2014):** “Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law?” en: Charis. European Company & Financial Law Review. Oct2014, Vol. 11 Issue 3, págs. 333-363.

**Moody’s Corporation.** 2014. Annual Report 2013. New York: Moody’s en: [https://www.moody.com/sites/products/.../2013\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.moody.com/sites/products/.../2013_Annual_Report.pdf) [última visita: 01.06.2015]

**Osborne, Dale K. (1976):** “Cartel Problems” en: American Economic Association. The American Economic Review. Vol. 66. No. 5 (Dec., 1976), págs. 835-844: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%2819761...O%3B2-W&origin=repec> [última visita: 01.06.2015]

**Pagano, Marco; Volpin, Paolo (2010):** „Credit Ratings Failures and Policy Options“ en: Economic Policy, April 2010, iss. 62, pp. 401-26, 429-31

**Partony, Frank (1999):** “The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumps Down for the Credit Rating Agencies” en: Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No. 3, Washington, págs. 619-714.

**Partony, Frank (2001):** “The Paradox of Credit Ratings”, en: University San Diego Law & Econ Research Paper No. 20: <http://papers.ssrn.com/abstract=285162> [última visita: 01.06.2015]

**Partony, Frank (2006):** “How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers”, en: Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46: <http://ssrn.com/abstract=900257> [última visita: 01.06.2015]

**Petris Sorina, Ioana (2014):** “CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR INFLUENCE ON CRISIS” en: Annals of the University of Oradea, Economic Science Series. Dec2014, Vol. 23 Issue 2, págs. 271-278.

**Petrusheva, Nada; Nikolovski, Aleksandar. (2013):** “Credit rating agencies and moral values in the evaluation of credit risks” en: *South East Europe Review (SEER)*. Vol. 16 Issue 3, p347-353

**Prager, Christoph (2012):** “Ratingagenturen. Funktionsweisen eines neuen politischen Herrschaftsinstruments“. Wien, mandelbaum kritik&utopie. 1. Auflage

**Reichling, Peter; Bietke, Daniela; Henne, Antje (2007):** “Praxishandbuch Risikomanagement und Rating. Ein Leitfaden“. Wiesbaden, Betriebswirtschaftlicher Verlage Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH. 2., überarbeitete und erweiterte Auflage

**Richardson, Matthew; White, Lawrence (2009):** “The Rating Agencies: Is Regulation the Answer?” en: *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 18, iss. 2, pp. 146-48

*Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten*“en: REGEM Analysis No.6, Mai 2003, Universität Trier:  
[http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem\\_no6.pdf](http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no6.pdf) [última visita: 01.06.2015]

**Rosenbaum, Jens (2009):** “Der politische Einfluss von Rating-Agenturen”, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften.GWV Fachverlage GmbH. 1.Auflage

**Roubini, Nouriel; Mihm, Stephan (2010):** “Cómo salimos de ésta. Hoja de ruta del futuro de la economía, por el experto que predijo la crisis mundial“. Barcelona, Ediciones Destino S.A.

**Schrooten, Mechthild (2011):** „Europäische Rating-Agentur. Zweck und Optionen“. Friedrich-Ebert Stiftung. Internationaler Dialog. Referat Internationale Politikanalyse. Berlin.

**Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress (2006):** Public Law 109-291. 120 STAT.1327. 109<sup>th</sup> Congress. Sept 29, 2006:  
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf> [última visita: 01.06.2015]

**Standard&Poor’s Financial Services LLC (2012):** “Ratings Definitions”.Global Credit Portal. RatingsDirect. June 22,2012:  
[www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect) [última visita: 01.06.2015]

**Standard&Poor’s Ratings Services (2013):** “Standard & Poor’s Ratings Services Code of Conduct” en:  
[http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_US/G\\_EX3-3.March2014.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/G_EX3-3.March2014.pdf)  
[última visita: 01.06.2015]

**Steiner, Manfred; Heinke, Volker G. (1996):** „Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie“, Wiesbaden, Gabler Verlag/Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH. págs. 579-628

***The Committee of European Securities Regulators [CESR] (2005): CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies***, CESR/ 05-139b, Paris, en: [http://www.esma.europa.eu/system/files/05\\_139b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05_139b.pdf) [última visita: 01.06.2015]

***The Committee of European Securities Regulators [CESR] (2008): CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance***, CESR/08-277, Paris en: [http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR\\_08\\_277.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf) [última visita: 01.06.2015]

***Verona Martel, María Concepción; José Juan Déniz Mayor (2011): "Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008; El fin de un poder sin control?"***. Criterio Libre, N°. 14, 2011 , págs. 127-160

***Wessler, Markus (2012): "Entscheidungstheorie. Von der klassischen Spieltheorie zur Anwendung kooperativer Konzepte"***. Wiesbaden, Gabler Verlag/Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

***White, Lawrence J. (2010): "Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response"*** en: Journal of International Banking Law and Regulation: [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_039549.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_039549.pdf) [última visita: 01.06.2015]

***White, Lawrence J. (2010): "Markets. The Credit Rating Agencies"*** en: Journal of Economic Perspectives 24(2): págs. 211-226

## **VIII ANEXO**

### **1 La discusión sobre la consideración de un mercado de rating y de la calificación crediticia como bien público**

Aunque la industria de rating cumple las características de un oligopolio entre Moody's, S&P y Fitch, queda la pregunta de si la industria de rating realmente se caracteriza como un mercado.

A primera vista se podría tender a describir la industria de rating como un mercado libre y competitivo ya que hay aproximadamente 140 agencias de rating. No obstante Moody's, S&P y Fitch contaban con casi el 95% de la cuota de mercado. Aunque una concentración de un mercado no lleva directamente y exclusivamente a un mercado no competitivo, la práctica de obtener ratings de dos diferentes empresas respecto a un cierto producto financiero elimina la competencia entre las dos más grandes agencias de rating. Por eso algunos declaran la industria de rating como un mercado de calificación crediticia con un modelo de mercado de un monopolio bilateral entre Moody's y S&P. [Hunt, 2008]

En resumen resulta que no hay un mercado de rating por definición ni puede considerarse el rating como bien público. El negocio de las agencias de rating se basa en la discriminación a través de precios. En primer lugar, el emisor es el que paga una cuota a las ACC para la evaluación de riesgo crediticio de su propio instrumento financiero sea deuda pública u otro producto financiero. Por eso el prestatario tiende a pedir un rating sólo en el caso en el cual estima el riesgo crediticio de su producto a una categoría del área de inversiones estables. Para el emisor, el rating sirve como una certificación de seguridad. La agencia de rating, al contrario, se financia por esa dependencia del emisor. De momento la cuota pagada del emisor por el rating constituye casi 90% de los ingresos de las ACC. Por eso no es sorprendente que exclusivamente el 1% de las calificaciones crediticias publicadas son calificaciones crediticias no solicitadas. [Patrony, 2006]

El uso del modelo de negocio como fuente de financiación por parte de las agencias de rating me lleva a la conclusión de que aún, el precio de mercado en los mercados financieros determinado por rating no es principalmente fijado por la oferta y la demanda ni existe elasticidad entre oferta y demanda. El precio de mercado determinado por el rating en los mercados financieros tiene alta correlación con la categoría de rating ya que el rating influye en la prima de riesgo de los mercados financieros y el precio que el inversor tiene que pagar para los instrumentos financieros. [White, 2010] Aún más, el inversor no tiene acceso inmediato a la publicación del rating. El inversor mismo tiene que pagar otra vez al emisor para tener acceso a la publicación del rating de su producto financiero. En caso contrario sólo queda la opción de fiarse completamente de la categoría del instrumento financiero comprado.

Esa dependencia rating-precio tal como la creciente complejidad del sistema financiero mundial posibilita la inflación de ratings dentro de un marco de credibilidad por parte de las agencias de rating. La ambición de maximizar los ingresos y así el valor para los accionistas de las agencias de rating es una característica típica de empresas privadas. Otro problema de la industria de rating que justifica la no-existencia de un mercado es la transformación de las agencias como parte del sector privado al “dominio regulatorio público”. [Gavras, 2012, pág. 34] Estoy de acuerdo con Gavras [2012] en que las agencias de rating tienen una gran influencia reguladora en los mercados financieros. Sin embargo, los fines de las agencias de rating privadas de maximizar sus beneficios están completamente en oposición con su cargo regulatorio en los mercados financieros.

Por lo demás, Gavras [2012] plantea la problemática principal de que *“las evaluaciones, de estas calificadoras de riesgo privadas, que están pensadas para los mercados financieros privados, han pasado al dominio público.”*[Gavras, 2012, pág. 34] En consecuencia declara los ratings como un bien público porque la evaluación del riesgo crediticio contempla la del sector privado y del sector público que desean captar fondos de capital en los mercados financieros. Según la lógica de un bien público, hay que *“accederse al bien sin pagar, entonces el productor no encuentra incentivo económico para producirlo.”* [Camacho Laraña et al., 2013, pág. 52]



Sin embargo las ventas de Moody's de \$2.972,5 millones dólares en 2013 en comparación con las ventas de \$1.797,2 millones dólares en 2009 muestran que las agencias de rating son más rentable que nunca antes. [Moody's, 2014] Por tanto, la discriminación a través de precios debido al modelo de negocio actual de las agencias de rating constituye también un argumento en contra de la consideración del rating como bien común. Estoy de acuerdo con Patrony [1999] que afirma que el tratamiento de la información de rating como bien común fracasa con la introducción del modelo de negocio actual de las ACC que iguala el emisor con el pagador del rating. Ese modelo describe el incentivo económico de las agencias de rating y rompe la lógica de un mercado de un bien común dado que

*“[...] an agency publishing a rating to one or more individuals, for a fee, will find it difficult to exclude other non-paying individuals from access to that rating. Consequently, the agency should be able to collect higher fees. The agency also can solve the free-rider problem associated with the provision of a public good by having the issuer pay for the rating on behalf of all investors in the issue.”* [Patrony, 1999, pág. 653]

Por lo demás, desde un punto de vista ético las evaluaciones de riesgo crediticio, si están consideradas como bien público, representan una limitación de un mercado. Un bien público no se asigna bien porque hay una divergencia significativa entre costes y beneficios privados por una parte y costes y beneficios públicos por otra parte. [Camacho Laraña et al., 2013] En el caso de la industria de rating los beneficios privados de las agencias de rating que intervienen en la industria superan los beneficios públicos. Michel Camdessus, ex director general del Fondo Monetario Internacional, advierte a dicha crisis ética de las agencias de rating en una entrevista:

*“[...] A la hora de analizar todo lo acontecido desde 2007, maldice a las agencias de calificación de riesgos crediticios [...] (y señala) que una de las causas principales del desastre ha sido una crisis ética en todos los niveles de las economías avanzadas. [...] La codicia ha laminado al mundo.”* [Estapé, 2010, pág.9 en: Martel y Mayor, 2011, pág. 130]

## 2 El dilema de prisionero en la industria de rating

El siguiente escenario parece razonable aplicando esa suposición a la industria de calificación crediticia:

Si Moody's como agencia de rating más poderosa anuncia que bajará el rating de un país, una empresa o un producto financiero de Aaa a Aa2 es muy probable que S&P y Fitch vayan a seguir reduciendo el rating al mismo nivel que Moody's. En el caso que S&P y Fitch no sigan la tendencia de Moody's y declaren mantener su rating en AAA, Moody's tendría que responder rápidamente a esa calificación crediticia más alta de sus competidores en el oligopolio. Moody's podría bien aumentar el nivel de rating a AAA otra vez o bien justificar explícitamente las razones por las cuales se ha decidido a disminuir la categoría de rating. Si Moody's no reaccionara a las decisiones de sus competidores, muchos de sus clientes decidirían solicitar futuras calificaciones crediticias a Fitch o S&P para que sus ratings sean ratings sustitutivos a los de Moody's. [Faille y O'Connor, 2000]

Ese comportamiento tiene paralelas a un problema fundamental de la teoría de juegos: el dilema del prisionero.

Dos criminales fueron atrapados a un sospechoso delito grave pero no pudieron demostrar suficientemente que fueron los culpables. Una confesión de los criminales es necesaria. Es posible condenar los criminales a 2 años de cárcel sin confesión de ellos. La fiscalía ofrece a los criminales un trato. En el caso que un sospechoso confiesa el crimen, él es libre mientras que el otro recibe la pena completa de 6 años en cárcel. Si ambos confiesan el delito, ambos serán condenados a cuatro años de prisión. [Wessler, 2012]

La ilustración 6 muestra el dilema del prisionero gráficamente.

		criminal B	
		negar	confesar
criminal A	negar	(-2 / -2)	(-6 / 0)
	confesar	(0 / -6)	(-4 / -4)

Ilustración 6 Elaboración propia del dilema de prisionero según Wessler (2012)

En el dilema del prisionero hay una estrategia dominante para ambos prisioneros. Independiente de la decisión del otro, admitir el delito es lo óptimo individualmente. Esa estrategia dominante lleva al equilibrio Nash. El equilibrio Nash describe una combinación de estrategias de mutuas mejores respuestas. En este caso el equilibrio Nash contempla la combinación confesar/confesar con el valor  $(-4 / -4)$ . Ese equilibrio es estable pero no óptimo. La mejor solución para ambos sospechosos sería negar el delito. 4 años de en cárcel si ambos confiesan el delito es peor que 2 años en prisión si ambos niegan el delito. Hay un conflicto entre optimización individual y racionalidad colectiva. Resulta que una estrategia individual óptima puede llevar a un resultado total peor para cada uno que habría sido si ambos no habían optimizados. [Wessler, 2012]

Referente al caso Moody's, las tres ACC compiten en una industria de rating por el precio para un rating. Como empresas privadas con fin de lucro la rentabilidad es esencial. Se supone que los clientes siempre piden la calificación crediticia a la agencia de rating con la mejor relación calificación crediticia – precio. Además la siguiente aplicación del dilema de prisionero a la industria de rating sólo incluye Moody's y S&P como las dos más grandes agencias de rating. Si Moody's y S&P fijan independientemente la categoría de rating, lleva la competencia en las categorías de calificación crediticia a una categoría de rating óptima a un precio mínimo. El precio mínimo representa al mismo tiempo el coste marginal para las ACC. Moody's y S&P tendrían un incentivo de formar un cártel y una cuota a pagar por el emisor para el rating. Osborne [1976] concluye que el problema de cumplir los acuerdos de cártel resulta en un dilema de prisionero. La ilustración 7 muestra el dilema de prisionero en situación de cártel aplicado a las agencias de rating Moody's y S&P.

		Moody's	
		P <sup>b</sup>	P <sup>a</sup>
S&P	P <sup>b</sup>	(4 / 4)	(1 / 5)
	P <sup>a</sup>	(5 / 1)	(2 / 2)

P<sup>a</sup> = precio alto (cumplir los acuerdos)

P<sup>b</sup> = precio bajo (incumplir los acuerdos)

Ilustración 7 Elaboración propia del dilema de prisionero en la industria de rating

En conclusión el resultado óptimo para Moody's es fijar un precio bajo suponiendo que S&P cumple los acuerdos de cártel y ofrece un precio alto. Para S&P se trata de la situación opuesta. Sin embargo si ambas ACC deciden de seguir su estrategia dominante óptima de no cumplir los acuerdos de cártel. El precio es 1 individualmente. El equilibrio Nash que describe una situación estable es ofrecer un precio alto y cumplir los acuerdos. Así igualan los costes marginales. No obstante en total las ACC tienen un resultado peor para ambas. El precio sería 2. Resulta una discrepancia entre racionalidad individual y colectiva.

Aunque es dudoso suponer un cártel en la industria de rating, el escenario descrito al principio parece al dilema del prisionero. Moody's individualmente mejorase la calidad de su calificación crediticia pero en total en la industria de rating perdería clientes y por tanto rentabilidad. Por eso decide de corregir la categoría de rating si las otras ACC no siguen en la misma dirección para evitar pérdida de reputación y poder en el oligopolio de la industria de rating.

Augustin Cournot (1838) aplicó la teoría de juego al oligopolio. Para profundizar ese trabajo fin de grado sería necesario añadir la explicación de esa problemática por el modelo de Cournot.

**LA REGULACION ADECUADA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACION  
CREDITICIA EN LA ERA POST CRISIS**

