

ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER EN GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN: SPOTLIGHT

Autor: Luis Truan Cano de Santayana
Tutor: Roberto Madrid
Director: Susana Carabias

RESUMEN

Las Agencias de Calificación Crediticia tienen una gran relevancia en el sistema financiero actual. Ofrecen recomendaciones, independientes y profesionalizadas, de calidad crediticia sobre diferentes emisores de productos financieros y las distintas emisiones.

Se discutirán las implicaciones de la labor de estas entidades en los mercados financieros, así como la diligencia con la que se ha llevado a cabo la tarea requerida, la situación actual y las mayores críticas recibidas.

Palabras clave: Agencias, Calificación, Crediticia, independientes, profesionalizadas, mercados, emisores, diligencia, actual, críticas.

ABSTRACT

Credit Rating Agencies are highly relevant in the current financial system. These entities provide independent and professionalized credit worthiness recommendations over different financial product issuers.

We will discuss the implications of these entities' work in the financial markets and the diligence with which they have carried out the required task, the current situation and the major criticism these entities have received.

Key words: Agencies, Rating, Credit, independent, professionalized, markets, issuers, diligence, current, criticism.

INTRODUCCIÓN

Este documento persigue dos objetivos:

- En primer lugar que el lector obtenga una visión amplia de la labor de las Agencias de Calificación Crediticia, desde su historia hasta su objeto social, pasando por la relevancia que tienen para los mercados financieros a nivel global
- En segundo lugar, ofrecer una opinión, basada estrictamente en hechos e investigaciones profesionales, de la labor de las Agencias de Calificación Crediticia a lo largo de la historia, ofreciendo ejemplos y estructurando las áreas en las que se centra el controvertido debate actual sobre estas entidades. Se analizará, por tanto, la capacidad de las mismas de realizar su labor: ofrecer recomendaciones de calidad crediticia de emisores y emisiones de diferentes productos financieros, de una forma independiente y ofreciendo la calidad necesaria para que este servicio sea de confianza.

Se ha apoyado el documento en diferentes artículos de investigación, artículos de opinión, noticias públicas sobre las entidades y su trabajo.

La estructura del documento pretende la consecución de los dos objetivos previamente comentados. Se explica el Riesgo de Crédito, que es, en última instancia, el riesgo que valoran las Agencias de Calificación Crediticia para seguir comentando la historia, relevancia, métodos de actuación y regulación de las agencias. A continuación se exponen tres ejemplos de momentos cumbre de debate en torno a las Agencias de Clasificación Crediticia: la Crisis Asiática de 1997, el Caso Enron y la Crisis *subprime* de 2008 que aún hoy sufre el sistema financiero. Por último, se expondrán las mayores críticas recibidas por estas entidades y las conclusiones personales sobre la situación de las Agencias de Calificación Crediticia, su estado actual y su proyección a futuro.

ÍNDICE

1.	Riesgo de Crédito	7
	i. Acuerdos de Basilea	9
	ii. Rating & Scoring	10
2.	Agencias de Calificación Crediticia	13
	i. Información Privilegiada	14
	ii. Efectos en el mercado	14
	iii. Investment Grade, Speculative	15
	iv. Principales <i>players</i>	16
	v. Análisis de variables	19
	vi. Legislación	22
3.	Investigaciones anteriores	26
4.	Crisis de las Agencias de Calificación	29
	i. Crisis Asiática 1997	30
	ii. Caso Enron	34
	iii. Crisis <i>subprime</i> 2008	37
5.	Principales críticas y soluciones	40
6.	Conclusiones	44
7.	Bibliografía	46

1. RIESGO DE CRÉDITO

El Riesgo de Crédito (Credit Risk – CR) se define como la pérdida generada por un incumplimiento de las obligaciones de pago de una contraparte. Este concepto se aplica tanto al sector bancario e instituciones financieras como a Estados, compañías gubernamentales y empresas privadas de cualquier sector.

En la identificación, gestión y análisis del Riesgo de Crédito generalmente se utilizan dos conceptos:

1. Pérdida Esperada: Pérdida en caso de que la contraparte incurra en Riesgo de Crédito, calculada como una esperanza matemática a través de tres conceptos:

- Probability of Default (PD) – Probabilidad de Incumplimiento de las obligaciones de pago por parte de la contraparte.
- Loss Given Default (LGD) – Pérdida una vez se llegue a Quiebra, estimada teniendo en cuenta garantías y otras opciones de recobro.
- Exposition at Default (EAD) – Exposición de la compañía sobre el Riesgo de Crédito de una contraparte (Tamaño de la deuda).

Esta probabilidad es aditiva, por tanto, la pérdida esperada de varios portfolios será la suma de las pérdidas esperadas de cada portfolio y, a su vez, ésta será la suma de pérdida esperada de cada activo. En esta adición de pérdidas esperadas se utiliza un factor de correlación entre carteras y activos. Esta correlación se calcula, de forma general si bien hay modelos econométricos más avanzados, a través de la Probability at Default (PaD) de los activos, es decir, la probabilidad de que, habiendo caído en situación de impago uno de ellos, algún otro activo también caiga en situaciones de impago (probabilidad condicionada en default de cada uno de los activos habiendo caído en default uno de ellos). Esta correlación puede significar muy significativos ahorros en reservas y provisiones para las compañías, si bien su cálculo es extenso, costoso y, en muchas ocasiones, no se posee la información necesaria para su correcto

cálculo (según estándares del regulador) por lo que, en la mayoría de ocasiones, se recurre a correlaciones estándar ofrecidas por los organismos reguladores estatales.

En ocasiones, la varianza de la variable Pérdida Esperada (recordemos que la misma es una variable aleatoria) podrá significar que la compañía de estudio sea objeto de pérdidas sustancialmente mayores que aquellas dadas por la Pérdida Esperada. De esta idea aparece el segundo concepto, la Pérdida Inesperada.

2. Pérdida Inesperada: Posible pérdida añadida a la Pérdida Esperada, por acción de efectos de correlación, concentración u otros en la cartera estudiada.

En muchos casos de quiebra de una compañía, es esta Pérdida Inesperada la pérdida que desencadena la quiebra de las compañías. En casos como la estafa piramidal de Bernard Madoff o la mala praxis de Nick Leeson, bróker de Barings Bank, fueron las pérdidas inesperadas, es decir, las no provisionadas, las que llevaron a grandes problemas financieros o quiebra a diferentes compañías en el primer caso, y al Barings Bank a la quiebra en el segundo.

El regulador, desde las directrices de los diferentes Acuerdos de Basilea, hasta el Banco de España pasando por directrices europeas, exige a las compañías hacer frente a estas pérdidas con el patrimonio de las entidades. El Banco de España exige a través de la Circular 03/2008 el mantenimiento de capital Tier 1 (de la más alta calidad crediticia) igual o superior al 8% de la exposición al riesgo de crédito.

i. ACUERDOS DE BASILEA

A través de las recomendaciones de Basilea I, II y más recientemente Basilea III, se ha regulado la identificación, gestión y análisis de los riesgos financieros. En el caso del Riesgo de Crédito, estas directrices, unidas a la normativa de la UE y España sobre Riesgo de Crédito y de impago, obligan a las entidades bancarias, entre otras medidas, a:

- Mantener provisiones y reservas de las pérdidas esperadas.
- Mantener un colchón de capital (*Buffer* en inglés) para poder hacer frente a una parte de las pérdidas inesperadas.
- Ajustarse a modelos estándar de cálculo de Riesgo de Crédito.
 - o En caso de que una entidad quisiera utilizar sus propios modelos internos, estos deberán ser previamente analizados y admitidos por el regulador. Este proceso es largo y exhaustivo. Solo en el caso de Santander Central Hispano y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria se siguen modelos internos en España (no en otros países de acción) para la gestión del Riesgo de Crédito.
- Ofrecer un informe de Gestión de Riesgo de Crédito (normalmente llamado Informe de Relevancia Prudencial o simplemente Informe de Gestión de Riesgos) incluyendo, al menos, un resumen detallado del mismo en las cuentas auditadas y presentadas, en caso de compañías cotizadas.

ii. RATING & SCORING

Las entidades prestatarias utilizan modelos de probabilidad para estimar la calidad crediticia de las contrapartes. En esencia, estos modelos de probabilidad internos, determinarán la Probability of Default (PD) de la contraparte asignando a cada calificación una probabilidad de quiebra (o de no quiebra). En el caso de las calificaciones más altas, la probabilidad de que la entidad efectivamente realice los debidos pagos (Probabilidad de No Default) suele establecerse en el 99.99%. Inversamente, los ratings más altos serán aquellos que ofrezcan la menor probabilidad de incumplimiento.

Probability of Default	Rating (Num).
Mínima	20
	19
	18
	17
	16
	15
	14
	13
	12
	11
	10
	9
	8
	7
	6
	5
	4
	3
	2
	1
Máxima	0

Fuente: Elaboración propia.

En casos de operaciones corporativas y análisis de entidades la calificación se denomina Rating. En casos de personas físicas y créditos no corporativos esta calificación se denomina Scoring.

El Rating y Scoring es un factor clave en el análisis de calidad crediticia de las contrapartes y en la toma de decisiones a la hora de extender crédito a las diferentes contrapartes.

El Rating y Scoring también se utiliza en Fondos de Inversión como benchmark para sus inversiones. Así pues, un Fondo de Inversión determinado puede tener como estrategia nunca adquirir activos financieros de una compañía por debajo de un determinado Rating.

En el caso de las Agencias de Calificación o Rating, éstas utilizarán diversas herramientas para asignar una Probability of Default a distintas entidades y productos financieros de renta fija. El trabajo que realizan es el de realizar un análisis cuantitativo y cualitativo de emisor, producto y mercado para ofrecer información clara y sencilla, a modo de opinión, para mejor entendimiento de la situación del emisor y emisión concretos por parte de los inversores.

Si bien no se ofrece un desglose de la Probability of Default de cada calificación, prefiriendo estas entidades una descripción cualitativa del rating, diferentes estudios han conseguido adaptar cada rating en rangos con Probabilities of Default. Esta calificación, es dada a petición del emisor o la entidad estudiada y se supone independiente y de complejo y exhaustivo análisis, con lo que los inversores utilizan las conclusiones de este trabajo como fuente de información y benchmark. Esto significa que el mercado, que en las economías actuales marca el precio de los activos por efecto oferta-demanda, basará su análisis y decisiones, en gran medida, en las calificaciones ofrecidas por las entidades objeto de estudio en el presente documento. Resulta obvio que las Agencias de Calificación estén constantemente en entredicho, siendo su trabajo minuciosamente analizado y, más recientemente, hasta regulado. En la práctica, serán las Agencias de Calificación las que establezcan el rango de precios en el que se moverán determinados

activos financieros objetos de calificación, puesto que el mercado se basará en estas calificaciones para manejar el producto.

2. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Las Agencias de Calificación o Rating comenzaron su actividad a principios de siglo, con el crecimiento y expansión de los mercados monetarios y la internacionalización de actividades. Son entidades con ánimo de lucro, que ofrecen, a petición de los emisores y entidades, a través de un sistema de calificación, recomendaciones sobre la calidad crediticia de distintas entidades y productos financieros (normalmente de renta fija, a excepción de peticiones expresas de los clientes como ampliaciones de capital o productos mixtos).

Los mercados financieros dependen en gran medida del trabajo de estas entidades, puesto que ofrecen, según las mismas, un estudio independiente y en profundidad de la calidad crediticia (probabilidad de hacer frente a los pagos debidos) de las entidades o producto estudiado. No solo esto, sino que por regulación, los emisores de determinados productos deben contar con un rating de una agencia aprobada por el Estado en cuestión antes de poder lanzar al mercado dichos productos.

Al contrario que las empresas auditoras, que responden de la calidad, transparencia y claridad de sus informes, las entidades de calificación crediticia son consideradas como entidades con objeto social periodístico, por lo que no responden por la información que publican y cualquier publicación se considera oficialmente recomendaciones de la entidad.

Hasta la crisis estadounidense de Penn Central de 1970, eran los inversores quienes pagaban por los servicios de estas compañías. A partir de entonces, la necesidad de una calificación de emisiones de calidad era palpable. La regulación fruto de esta crisis por parte de la Security and Exchange Commission (SEC) estadounidense, dictaría que serían los emisores los que pagarían por los servicios prestados a las nuevas *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) que durante muchos años serían únicamente las tres mayores agencias.

i. INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Se entiende que el trabajo que se lleva a cabo, y gran razón por la que estas calificaciones son tan tomadas en cuenta, es de carácter confidencial si bien ofrece una visión pública de conclusión. Es decir, estas entidades, durante su análisis, tienen acceso tanto a información pública como a información que muchas veces no es captada por el mercado por el carácter confidencial o interno de la misma, por lo que el mercado atiende a las conclusiones de las Agencias de Calificación (esto es, la calificación final) para saber si efectivamente los sujetos de análisis son transparentes, son penalizadas o, por el contrario, beneficiadas. Además, las Agencias de Rating son la única forma que tienen los inversores de evaluar la calidad crediticia de una entidad sin hacer ellos mismos un estudio que, por razones obvias, se escapa a sus posibilidades.

ii. EFECTOS EN EL MERCADO

Las Agencias de Calificación son entidades que ofrecen una visión de entidades y productos financieros en la que los inversores, en principio, confían.

Dado que, en las economías actuales, son los inversores los que determinan los precios a través de la oferta y demanda, en gran medida está relacionado el *pricing* de diferentes productos a la calificación de los mismos (en relación a la Prima de Riesgo por Calidad que otorga el mercado a los productos corporativos frente a los soberanos).

Aplicando el concepto de determinación de precios según rating a productos al rating de entidades, las Agencias de Calificación marcarán el acceso al crédito que tienen las diferentes entidades calificadas: las entidades prestatarias serán reticentes a otorgar crédito a una compañía que tenga un bajo rating (y por ende una mayor Probability of Default).

Por último, en relación al punto anterior, muchas compañías de inversión privada (como fondos de inversión o de pensiones) tienen limitada estatutariamente la inversión en

entidades y productos de entidades que tengan un rating menor al determinado, ocurre lo mismo por regulación con entidades de inversión públicas.

iii. INVESTMENT GRADE, SPECULATIVE

A raíz del anterior punto, se hablará de una gran diferencia en la escala de ratings que se aplicó en principio a rating soberano y posteriormente, en la práctica, se extendió al resto de productos de forma funcional:

➤ Rating *Investment Grade* (Grado de Inversión)

En las diferentes escalas que ofrecen las agencias de rating se establece como norma que el 50% de menor Probability of Default será *Investment Grade*. Es decir, si bien con el riesgo propio de cada escalón, son ratings percibidos como “positivos”, o de cierta seguridad para la inversión, siendo activos con el menor riesgo según las escalas de cara a recibir los pagos debidos.

➤ Rating *Below Investment Grade* o *Speculative* (Especulativos)

En la escala determinada, el 50% de los ratings de mayor Probability of Default (en dicha escala, los situados por debajo de *Investment Grade*) se denomina *Below Investment Grade* o *Speculative* por su naturaleza de mayor riesgo, percibidos como “negativos”.

Tanta es la diferencia que, según estudios como el de Ferri et al. (1999, p. 335-355) reducir el rating ocho escalones en la escala de rating de Moody's en *Investment Grade* equivalía a incurrir en un incremento de yield de 100 puntos básicos de los activos soberanos estudiados, mientras que en Ratings *Below Investment Grade*, con una bajada de solo dos escalones se conseguía el mismo efecto; ocho escalones más significaría un yield añadido de 350 puntos básicos.

Por tanto, se puede decir que el debate y discusión sobre las Agencias de Calificación está justificado por su relevancia tanto para el funcionamiento de los mercados como para los inversores en general y cada entidad individualmente.

iv. PRINCIPALES PLAYERS

En la actualidad, si bien existen más de 74 Agencias de Calificación de forma global, son tres las que dominan el mercado (alrededor de un 95% de cuota de mercado a nivel global según C. Alessi (2013) por diferentes razones, la principal siendo que la naturaleza del trabajo de estas entidades es la reputación que deben tener para con los inversores, activo que es difícil conseguir (y quizás aún más conservar) y que funciona como la mayor barrera de entrada en el mercado.

Las tres principales agencias, denominadas *Big Three*, son:

- *Standard & Poor's*

- *Moody's Investor Services*

- *Fitch Ratings*

Standard & Poor's (S&P) y *Moody's Investor Services* (Moody's) tienen su base en Nueva York, mientras que *Fitch Ratings* (Fitch) comparte su sede entre Nueva York y Londres.

En la práctica, las entidades que utilizan servicios de calificación crediticia lo hacen con S&P y Moody's, utilizando Fitch en contados casos, como en aquel en el que los ratings de Moody's y S&P difieran en gran medida.

Desde 1994 hasta 2003, estas tres entidades fueron las únicas *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (Organizaciones de Rating Estadístico Nacionalmente

Reconocidas) en Estados Unidos. Esta es otra razón de su gran prestigio y una causa de las barreras de entrada en el mercado de las Agencias de Calificación. Esta denominación se dio a raíz de la quiebra de Estados Unidos de los años 70. La quiebra de Penn Central, empresa dedicada a los ferrocarriles, quebró, quedando muchas entidades apalancadas con gran cantidad de su deuda. En base a este apalancamiento, la Security and Exchange Commission (SEC) determinó que la calificación crediticia de la deuda correspondería solo a aquellas agencias calificadas como NRSRO. En caso de que las emisiones no contasen con calificaciones de estas entidades, los costes serían demasiado altos para las entidades como para manejar dichas emisiones. Esto implica la necesidad regulatoria de las Agencias de Calificación.

Como nota adicional, España es representada en este mercado por la firma *Axesor*, la primera Agencia de Rating española. Por otro lado, *Dagong Global Credit Rating*, basada en China, fue creada en 2009 como respuesta a la gran crítica social de la mala gestión de la crisis por parte de las tres grandes firmas estadounidenses.

En la tabla que prosigue se muestran las escalas de rating que utilizan las tres agencias.

	S&P	Moody's	Fitch
	Investment Grade		
Maximum Safety	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3-	BBB-
	Speculative		
	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
	C+, C, C-	C	C+, C, C-
Default	D	D	D

Fuente: Moody's Investors Services, Fitch Ratings, Standard & Poors, elaboración propia.

Además de esta escala de Ratings, las Agencias de Calificación añaden la coletilla de *Watch List* (positive, neutral, negative) para indicar la posible evolución en el corto plazo de la calificación.

v. ANÁLISIS DE VARIABLES

El análisis que llevan a cabo estas firmas se basa en el estudio econométrico del producto en particular, en conjunto con la estructura financiera del emisor (activo, pasivo, patrimonio neto, cash flow, cuenta de pérdidas y ganancias y variables cualitativas como experiencia de los altos cargos).

En la práctica, la confidencialidad permite a las agencias de rating no publicar ni comentar sus métodos ni estadísticos principales. Es lógico que protejan estas variables analizadas y sus analistas sean muy cuidadosos con la divulgación tanto de métodos como de ideas, puesto que es su única ventaja competitiva y su principal factor de juego en el mercado: la calidad de los ratings vendrá determinada por la calidad de la elaboración de los mismos. Es cierto que, por la misma razón, no se puede evaluar la calidad de los ratings: no se tiene información de cómo se generan. Por otro lado, en diferentes publicaciones se habla, en términos generales, de los puntos clave de un buen análisis de calidad crediticia. Así, por ejemplo, S&P, en el informe *Sovereign Credit Ratings: A primer,* del Departamento de *Sovereign Ratings Services*, 1998, publicó una serie de *Key Points to Focus On* que incluye, pero no limita, los puntos clave en los que las agencias de rating se fijan al emitir un rating soberano. Se detalla en la tabla a continuación, recordando que estos puntos son específicos para los *Rating Sovereign*, aunque en general se entiende que una adaptación de los mismos aplica, en la mayoría de los casos, al resto de productos. Por ejemplo, en el caso de un rating corporativo, los puntos podrían ser casi exactamente iguales, cambiando diferentes palabras por sus análogos en la empresa, digamos así “*Política económica*” por “*Estrategia corporativa*”, o “*Sucesión de Gobierno*” por “*Consejo de Administración*”.

1. Political Risk

- Forma de gobierno y adaptación de las instituciones políticas
- Participación política
- Orden de sucesión en liderazgo
- Grado de consenso en objetivos de política económica
- Integración de sistema financiero y sistema de transacciones global
- Riesgos de seguridad internos y externos

2. Estructura Económica

- Estándares de vida, ingresos, distribución de riqueza
- Economía de mercado vs. Economía de no-mercado
- Recursos naturales y grado de diversificación

3. Proyecciones de Crecimiento Económico

- Tamaño y composición de ahorro e inversión
- Tendencia y grado de crecimiento financiero

4. Flexibilidad Fiscal

- Balance operativo y presupuesto gubernamental
- Competitividad fiscal y flexibilidad de subida fiscal
- Presiones de gasto

5. Deuda Pública

- Activos financieros gubernamentales
- Deuda pública y pago de interés
- Composición de moneda y estructura de deuda pública
- Obligaciones de pago de pensiones
- Obligaciones de pago sector banca, corporativo y otros

6. Estabilidad Precio

- Tendencia de inflación de precios
- Grado de crecimiento de dinero y crédito
- Política de cambio de divisa
- Grado de independencia de Banco Central

7. Flexibilidad de Balance de Pagos

- Impacto de las políticas monetarias y fiscales en cuentas externas
- Estructura de cuenta actual
- Composición de flows de capital

8. Deuda exterior y liquidez

- Tamaño y composición de la deuda exterior pública
- Importancia de banca y otras entidades públicas y privadas como contingentes
- Vencimientos en tamaño y proximidad
- Nivel y composición de reservas y otros activos externos públicos
- Historial de servicio de deuda

Como se puede observar, los análisis no solo incluyen información cuantitativa de los emisores, sino también gran cantidad de información cualitativa. En casos *corporate*, el peso del *management*, la experiencia, el grado de internacionalización y acceso al crédito son variables con gran peso en el análisis. Una vez más, el peso exacto de cada variable no es indicado por confidencialidad.

Según los documentos publicados por las diferentes agencias, el análisis tiene un gran componente histórico: servicio de deuda histórica, rating anterior, tipo de producto... y estas variables son las de mayor peso en el rating definitivo. De hecho, la probabilidad de que un mismo producto o entidad tenga un salto mayor a un escalón en cada escala es mínima, y viene dado por un cambio relativamente radical en la empresa que obligue a una recalificación casi de nueva creación (fusión, quiebra de país de origen, falsificación de cuentas). Según los estudios de R. Kräussl (2000), el porcentaje de ratings que se mantienen invariables en el periodo de 1975 a 1988 es de más del 90% en total de la tabla de calificaciones, lo que implica el peso del rating anterior y la prudencia de las Agencias de Rating a la hora de realizar cambios.

vi. LEGISLACIÓN

Debido a casos críticos como la Crisis Asiática de 1997, los Casos Enron, Madoff y Parmalat con ratings superiores a A+ en los días previos a sus respectivos desplomes, o la Crisis *subprime* con productos estructurados con clasificaciones máximas, algunos de los cuales se comentan en el siguiente epígrafe, que aún sufre el sistema financiero global, los reguladores a nivel estadounidense y europeo han tomado diferentes medidas legislativas para regular la actividad de estas entidades, puesto que una de las grandes críticas era la desregulación del sector y la zona gris en la que se mueven las Agencias de Calificación.

En 2003, la *International Organization for Securities Commissions* (IOSCO) publicó “*Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies*” (“*Declaración de principios en relación a las actividades de las agencias de calificación de crédito*”) que se dirigía a todo el Mercado con el objetivo de incentivar comportamientos más éticos y menos discutibles de las Agencias de Calificación. Es en este documento donde tiene su base la consiguiente regulación: cuatro principios básicos.

- Calidad e integridad: la IOSCO habla del derecho a la información de prestatarios y prestamistas, especialmente de los primeros, e insta a la reducción de barreras de información para ellos.
- Independencia y conflictos de interés: Este apartado quiere liberar a las calificaciones de todo tipo de presiones (políticas, económicas, estructurales). Se basa en que las calificaciones deben ser independientes por la confianza del mercado en esa misma cualidad de las entidades que las emiten.
- Publicidad y transparencia: Hasta la crisis *subprime* el trabajo de las Agencias de Rating ha estado en una zona gris en la que estaban protegidos legalmente por ser consideradas entidades de periodismo y en la que no debían reportar a ningún organismo sus mecanismos de calificación ni operativa de trabajo.

- Información confidencial: Al trabajar las Agencias de Calificación directamente con emisores y estudiando en profundidad (en teoría) las emisiones, deben tener acceso a información confidencial interna, que debe mantenerse en ese estado. Es importante que las Agencias de Calificación tengan acceso a esta información confidencial, puesto que ayudará a emitir la mejor valoración del emisor o emisión, si bien es verdad que las entidades deben estar completamente protegidas ante la divulgación de información interna o estrictamente confidencial que puede llevar a riesgos legales, políticos o estructurales a aquellas.

En 2004 IOSCO publicó “*Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*” (“*Código de conductas fundamentales para agencias de calificación de crédito*”), es decir, lo que a todos los efectos prácticos es un código de conducta al uso. Unas recomendaciones, no vinculantes, que funcionaban, al igual que otros códigos genéricos de buena praxis por el principio de “cumplir o explicar”. Este código propone hasta cincuenta y cuatro medidas que las Agencias de Calificación deben seguir y está basado enteramente en la declaración que ya hizo el año anterior (2003). Una de las razones de seguimiento de estos principios es la capacidad de reacción que ha tenido IOSCO para cambiar, añadir o quitar medidas según aparecieran diferentes situaciones. Por ejemplo, en 2008 se añadieron más de doce medidas en relación a los productos estructurados que estallaban en aquella época.

A la vez que se publicaba en Estados Unidos a través de IOSCO este código, el Parlamento Europeo emitía sus dudas acerca de las Agencias de Calificación, y se acordó la publicación de un informe de Committee of European Securities Regulators (CESR) como supervisión voluntaria del cumplimiento del Código IOSCO.

El resultado de este análisis por parte de CESR fue la decisión de analizar la necesidad de regulación del sector. En 2008 se publicaron propuestas formales de regulación de las Agencias de Calificación. Esta normativa europea entró en vigor en 2009 y es vinculante para las entidades que quisieran que sus calificaciones fueran utilizadas en emisores de la UE.

Según esta normativa, existirá una comisión supervisora formada, en primer lugar, por los representantes de los Estados donde la entidad tenga su sede social, así como representantes de los Estados donde la entidad tenga filiales (recordemos que las *Big Three* tienen su sede social en Nueva York, Estados Unidos, excepto Fitch que comparte Nueva York con Londres, con lo que esto era necesario funcionalmente hablando de una Comisión Europea) y representantes de Estados donde las calificaciones tengan un impacto notable en el mercado correspondiente. Es decir, representantes de cualquier Estado en donde actúen, directa o indirectamente, las Agencias de Calificación.

La CESR tendría, dentro de esta comisión supervisora de diferentes Estados, una acción coordinadora y mediadora. A lo largo de 2009 y 2010 se creó un debate en el que se discutía la creación de un órgano ejecutivo de registro de las Agencias de Calificación para sustituir y ampliar las competencias de la CESR.

Las medidas que puede llevar a cabo esta comisión supervisora son, entre otras, realizar inspecciones, con y sin previo aviso, sancionar o la potestad de pedir información de casi cualquier tipo (hasta el límite racional de los derechos individuales de las personas) incluyendo, pero no limitado a, comunicaciones internas y externas.

Entre otros requerimientos, se prohíbe, a través de esta regulación europea, que las entidades realicen servicios de asesoría sobre emisiones estructuradas, se impone una necesidad de publicación de resultados, análisis o simbología determinada (por ejemplo, los productos estructurados tienen un símbolo adyacente al rating que indica su complejidad y naturaleza), una determinada estructura de gobierno (consejo independiente y con experiencia), normas de *compliance*, registro y verificación de los mayores clientes o conservación de expedientes. Todas ellas conducen hacia una regulación, más que de la actividad, de los conflictos de interés que pueden aparecer, de la transparencia necesaria en un mercado abierto en una economía globalizada, y la necesidad de calidad en la información que aportan al mercado. En ningún caso se determina la metodología que debe seguir la entidad para la emisión de las calificaciones, si bien se realizan controles sobre la adecuación de la metodología en favor de, como se ha comentado, la calidad de la información.

En los últimos años otro debate que ha nacido a raíz del debate sobre las Agencias de Calificación es la creación de una Agencia de Calificación Crediticia Europea. Si bien es una idea que puede resultar efectivamente en una acción total a nivel occidental (en principio, Estados Unidos creará la suya propia en respuesta), es una medida muy discutida por el poder que tendría cada país en dicha entidad. Es decir, podrían volver a acaecer conflictos de intereses en casos, probables, como el que Alemania tenga la mayor representación y gobierno y países como Portugal tengan la menor; esto es, si, por un momento, no se supusiese la total independencia del gobierno de esta agencia, cada país podría presionar sus ratings al alza, según la presión gubernamental que pudiera ejercer. Es un debate continuo, aunque parece que pudiera darse la ejecución de la orden de creación de esta empresa, en caso de que las actuales Agencias de Calificación sigan en entredicho y converja una nueva crisis (similares, por ejemplo, Casos Enron o Parmalat). Es decir, la Unión Europea, a través de sus representantes, parece que está dispuesta a apretar el gatillo y solo necesita un empuje público, empuje que solo la buena praxis de las Agencias de Rating pueden evitar.

Esta creciente regulación aún está en estado de gestación. A lo largo de los próximos meses y años se añadirá regulación para agencias no europeas a medida que los distintos Estados se añadan a los acuerdos existentes o creen los suyos propios (ya que, en estos momentos, los requisitos que tienen para operar en Europa son exactamente los mismos que aquellos para agencias europeas con mucha reticencia y exhaustivos controles) y previsiblemente aumentará la cooperación a nivel mundial, en especial Estados Unidos-Europa, con la posible consecución de una Agencia de Calificación Mundial.

3. INVESTIGACIONES ANTERIORES

Uno de los objetivos de este trabajo es ofrecer una visión global de las Agencias de Calificación, desde naturaleza y objetivos, hasta legislación y debates. Existen numerosos trabajos de investigación que analizan el trabajo de las Agencias de Calificación, con diferentes resultados.

Katz (1974, p. 558), concluye que el mercado de bonos de eléctricas es ineficiente al asimilar nueva información y que existe una confianza excesiva por parte de los inversores para determinar el valor del bono.

Wansley et al. (1992, p. 747-748) indica que el mercado de bonos es tan eficiente como el de acciones y que bajadas de rating si provocan una reacción (quizás modesta en este mercado) mientras que las subidas no implican cambios notables. Mismas conclusiones obtuvieron Steiner y Heinke (2001, 154).

También existen estudios comparativos del mercado de bonos con el de acciones. Zaima et al. (1988), Hand et al. (1992), Gropp y Richards (2001) y Creighton et al. (2007) indican bajadas de rendimientos tanto de acciones como de bonos en caso de bajada de rating, con menos o ningún efecto en caso de subida (se indica que puede deberse a que las mejores situaciones financieras son más fácilmente identificables por el público, y la absorción de esta información se da antes del incremento de calificación).

Por otro lado, Weinstein (1977, p. 345), tiene resultados completamente opuestos en su estudio del mercado de bonos de servicios públicos, al igual que Wakeman (1987, p. 17-18).

Autores como Goh et al. (1993, p. 2005-2007) estudian solo las bajadas de rating, dado el mayor impacto de estas sobre el mercado de acciones. En este caso estos autores indican que el mercado de acciones reacciona de diferente forma en el caso de que la bajada de rating sea por un aumento de endeudamiento, sin reacción significativa, o por un empeoramiento de la estructura financiera, con reacción significativa por parte del mercado; además, indican los autores que los efectos son más acusados en caso de que se traspase la línea de *Speculative* y que los inversores otorgan poca o ninguna relevancia a las subidas de rating, mientras que en las bajadas se actualizan a peor las

proyecciones financieras, las cuales no se ajustan aunque haya una subida posterior de rating.

Kim et al. (2003, p. 102-103) indican que, en el mercado americano, una mayor participación estatal en la entidad que sufre una bajada de rating ayuda a minimizar los efectos de caída en el mercado de bonos y acciones, y viceversa.

Li et al. (2004, p. 2870) encuentran evidencias de reacción tanto en subidas como en bajadas de rating con respecto al mercado de acciones en el mercado sueco. González et al. (1998, p.133-314) indican reacciones ante bajadas pero no ante subidas en el mercado español pero no encuentran respuestas significativas ante el primer rating otorgado a una entidad, mientras que en el mercado neozelandés Elayan et al. (2003, p.353) si encuentra una reacción positiva ante la confirmación de primer rating otorgado.

Con respecto a ratings incluidos en *Watch List*, Wansley et al. (1985, p.41) indican que existe una reacción negativa en caso de perspectivas de bajada y ninguna reacción en perspectivas de subida en el mercado americano. Por otro lado, Barron et al. (1997, p. 506) no encuentran evidencias de movimientos en mercado en casos de inclusión de rating en *Watch List*, ni de subida ni de bajada en el mercado inglés. Verona (1998, p.192, 216) si encuentra cambios, tanto positivos como negativos, en el mercado español en casos de inclusiones en *Watch List*.

En otra línea de estudio, Purda (2005, p. 167) en su estudio de entidades canadienses, indica que las entidades que pasan a ser calificadas por una *Big Three* obtienen beneficios y mejores precios en sus emisiones que las calificadas regionalmente, lo que indica la relevancia de una Agencia de Calificación y la confianza que depositan los inversores en diferentes entidades.

La lectura de los anteriores trabajos indica en primer lugar, que diferentes mercados (tanto a nivel geográfico como de producto) difieren en las reacciones ante distintos movimientos realizados por las Agencias de Calificación. Así, el mercado americano y, por ejemplo, el mercado de productos financieros, son más sensibles a la información de

estas entidades, mientras que mercados más europeizados como el inglés o de servicios públicos son más estables. Esto se puede deber a los niveles de transparencia de los emisores y en última instancia a la capacidad de anticipación y de análisis del mercado de los inversores sobre el mercado en cuestión, así como de su capacidad de absorción de información.

En general, se puede decir que, en la mayoría de los mercados, las reacciones a las bajadas de rating son mayores que las subidas, que pueden llegar a no tener reacción en mercados menos sensibles, y que existe una significativa reacción en un cambio de rating de *Investment Grade* a *Below Investment Grade* o viceversa.

En trabajos cualitativos, Kim et al. (2008, p. 19) indican que el hecho de que un país emergente esté calificado ayuda a desarrollar su estructura financiera e incentiva la entrada de capital extranjero. Kaminsky (2002, p. 190-191) indican que existe una gran sensibilidad ante cambios en el rating de estos países, y que además es muy relevante el efecto contagio a economías adyacentes, además de que las agencias de rating ofrecen buenas noticias en tiempos de alza y malas en tiempos de descenso. Esto es, que se guían por el sentimiento de mercado y sus calificaciones llegan con bastante tiempo de demora con respecto a las reacciones generalizadas de los mercados. Li et al. (2008: 46) indica que los cambios en rating influyeron en gran medida al contagio de las economías asiáticas en la Crisis de 1997 y hasta agravaron sus efectos. Autores como Joo et al. (2006, p. 17) indican que las economías reaccionan con mayor sensibilidad a los cambios de rating a la baja en tiempos de crisis.

Estos trabajos indican que las Agencias de Calificación pueden estar guiadas por el sentimiento de mercado (*buenos ratings en tiempos buenos contra ratings malos en tiempos malos*) además de que el mercado reacciona en exceso en tiempos de crisis ante noticias negativas.

4. CRISIS DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Las Agencias de Calificación aportan al mercado información, un estudio profesionalizado de los emisores y recomendaciones, en principio, independientes y en pos de la transparencia, de entidades y productos financieros, pero recientemente han vuelto a caer en el debate y la desconfianza del público. A continuación se analizan tres acontecimientos que pusieron en entredicho la capacidad de análisis y de reacción de las Agencias de Calificación en el mercado global.

i. CRISIS ASIÁTICA 1997

En 1997 la zona asiática sufrió una verdadera crisis financiera a un nivel muy profundo, del que algunas economías aún no han podido recuperarse (menos, teniendo en cuenta que también han sufrido la crisis *subprime* más reciente).

En julio de 1997 el Gobierno de Tailandia llevó a cabo devaluaciones de su moneda (el baht) desvinculándola del dólar. Por efecto dominó, las devaluaciones continuaron en Corea del Sur, Malasia, Taiwán, Indonesia y Filipinas. Lo que parecía una crisis asiática se convirtió en una global, y los efectos totales aún no se han podido medir.

En el momento de devaluación de la moneda al desvincularla del dólar se hablaba del Boom Asiático, apoyado por tasas de interés atractivas para los inversores extranjeros, pero no por rentabilidad de activos sino cambio de posición de dinero, que hacía que lo que efectivamente estaba ocurriendo, se pudiera llamar burbuja. Tailandia en esos momentos tenía una sobrecarga de deuda externa que llevó al país a la bancarrota poco después. Además, Estados Unidos, una vez parcialmente recuperado de la crisis de los primeros años 90, comenzó a incrementar las tasas de interés para cortar la creciente inflación. Una vez más, las demás monedas asiáticas ligadas al dólar recibieron un fuerte impacto. Este hecho provocó una bajada generalizada de las monedas asiáticas y grandes caídas en los mercados bursátiles. Los inversores dejaron de invertir en esos países y la capacidad de repago de la región quedó seriamente mermada.

Por tanto: Los países asiáticos ofrecían una burbuja inversionista (facilidades crediticias, grandes beneficios) en la década de los 90, impulsada por la crisis de Estados Unidos de principios de los 90, que explotó por la recuperación del mismo de aquella crisis (era un destino más seguro y en recuperación total), los países tenían una gran deuda externa con monedas extremadamente débiles y sin capacidad de exportación ni de atracción de inversores. La Deuda Extranjera en la región se mantenía en máximos históricos con un Producto Interno que comenzaba a decrecer, y se dispararon las alarmas nacionales e internacionales.

El Fondo Monetario Internacional aplicó un plan de ayuda (que en realidad podría llamarse de Rescate, temiendo un contagio masivo de la situación asiática a los mercados occidentales). En la mayoría de los casos, obligó a los países a hacer reformas radicales (quizás necesarias) que no solo dejaron en bancarrota a numerosas compañías y por debajo del umbral de libertad a millones de personas, sino también afectó de forma estructural a los gobiernos de estos países. Se destruyó empleo y generó un clima de malestar con el FMI que aún dura hasta el día de hoy en estos países. Las medidas más criticadas fueron:

- La liberalización de los mercados: que hizo que la mayoría de inversores extranjeros huyera de estos países, dejando tras de sí monedas en bancarrota.
- Provisión de crédito en dólares: que se utilizó para pagar a los inversores extranjeros, no para su “razonable” final de rescatar las economías.
- Políticas de recorte de gastos pro-cíclicas: que aceleraron la caída total en la crisis.

Aún hoy en día se desdibujan tanto las causas como las consecuencias de esta crisis, aunque sí se sabe que alcanzó, en mayor o menor medida, a la mayoría de países asiáticos y que se puede decir que fue un punto de inflexión para el Fondo Monetario Internacional con respecto a las economías asiáticas.

IMPLICACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

La mayor crítica hacia las Agencias de Calificación fue su reacción procíclica a esta crisis. Los cambios de rating llegaron tarde y de forma abrupta, fruto de un estudio pobre previo y reajuste de proyecciones basadas en la efervescencia del mercado asiático sin tener en cuenta la posibilidad de un estallido de la burbuja inversionista asiática.

La principal defensa de las Agencias de Rating fue que la crisis soberana se dio por efectos de inversores privados huyendo de las economías asiáticas hacia las occidentales. Solo cuando la crisis era perfectamente visible y se podía hablar de

colapso asiático (mediados-finales de 1997) las Agencias de Rating calificaron a países *Investment Grade* como Malasia y Tailandia como *Below Investment Grade*. Es decir, la excesiva prudencia y conservadora estrategia de las entidades de calificación hizo que los efectos de la crisis no solo se endurecieran, sino que la capacidad de salida a través de financiación y recepción de capital internacional se evaporase. Es evidente que esto es lo que deben hacer, y no se discute la degradación de rating per se, que obviamente era necesaria, sino su tardanza y la capacidad de las Agencias de Rating de ofrecer información de calidad con análisis proyectivo.

Tailandia fue degradada cinco escalones (Moody's A2-Baa3), Malasia cuatro escalones (Moody's A1-Baa2), Indonesia seis escalones (Moody's Baa3-Caa3), al igual que Korea (Moody's A1-Ba1). Ya se ha comentado la relevancia de saltar varios escalones por debajo de *Investment Grade* comparado con la parte superior de la tabla, con lo que se puede entender el impacto de estas degradaciones en el precio de la deuda de estas economías, que ya de por sí no podían pagarla teniendo monedas tan débiles, menos ahora con un incremento de precios de la deuda.

Es difícil saber cuánto contribuyeron las Agencias de Calificación a la crisis, pero es seguro que la no previsión de la crisis asiática y la tardía y abrupta degradación de ratings no hizo más que empeorar la ya muy pobre situación en la que se encontraban las economías. Al final, se podían encontrar economías que en 1996 estaban en *Investment Grade*, con Deuda Externa sobre Productor Interior Bruto de más de 150% y con monedas totalmente devaluadas.

Se pueden argumentar las críticas a las Agencias de Calificación:

- Fallos en la calidad de metodología: No se analizó el posible escenario de crisis y se tuvieron en cuenta demasiado los factores cualitativos (sentimiento de mercado, inversión extranjera diversificada) por encima de los cuantitativos (situación real de pirámide de devolución y retribución de inversiones).
- Falta de seguimiento: Si bien las Agencias de Rating definen su horizonte temporal en seis meses, es necesario un seguimiento de ratings, tanto confirmados como en *Watch-List*, que debe formar parte del estudio del emisor o

del producto. Esto provocó la tardía degradación cuando ya era evidente la situación de los países.

- Conservacionismo y extremada prudencia en los cambios de rating.
- Falta de recursos humanos: Tanto en números absolutos por work-flow como de formación en distintos mercados, productos y actividades, con capacidad de análisis profundo e independiente de los diferentes clientes, las entidades se vieron infradimensionadas para el mercado global.

ii. CASO ENRON

Enron Corporation fue una compañía estadounidense del sector energético, constituida en 1985 por fusión de las compañías Houston Natural Gas e Inter North. La compañía centraba su actividad en la construcción y administración de gasoductos, intermediación de contratos de derivados del gas. Hacia finales de los años 90, Enron Corp. era una referencia internacional, que además expandía su cartera de productos exponencialmente, al igual que exponencialmente crecía y generaba altas rentabilidades con márgenes muy superiores a sus *peers*.

El comienzo de la debacle se debió a las acusaciones de sobornos y tráfico de influencias en países de alto riesgo político (Latam, África, Sudeste Asiático). Además, Arthur Andersen, una prestigiosa compañía auditora, incurrió en uno de los mayores fraudes auditores conocido, lo que luego llevó a ambas compañías a cerrar sus puertas. Entre 2000 y 2001, la cotización de Enron Corporation cayó desde 90\$ hasta 30\$ por los rumores de que escondía las grandes pérdidas que tenía con operaciones intragrupo, tapadas, en gran parte, por Arthur Andersen.

A lo largo de los últimos años de crecimiento global de las compañías multinacionales se han dado numerosos casos que reflejan una mala gestión y seguimiento de las calificaciones otorgadas por las Agencias de Rating. Otro caso sonado fue el de la italiana Parmalat, que dos días antes de su anuncio de quiebra mantenía una clasificación *Investment Grade B+* por S&P.

IMPLICACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Apenas a una semana del anuncio de quiebra de Enron, las Agencias de Rating mantenían un *Investment Grade* para Enron. Pese a los rumores informales (discusiones conocidas entre el Presidente Skilling y auditores por la no transparencia de las cuentas), las noticias más públicas (McLean, 2001) y las denuncias absolutamente

oficiales de los competidores, autoridades y clientes de la mala praxis de Enron, las Agencias de Rating instrumentan su defensa en que su análisis se basa en el largo plazo y un estudio del cash flow de la compañía, indicando que las cifras que manejaban eran responsabilidad de Arthur Andersen. Ronald Barone, directivo de S&P, declaró que los hechos acontecidos “*no eran un problema de calificación sino de fraude*”.

La razón de que la auditora desapareciera y las Agencias de Calificación continuaran inmutables es su desvinculación e independencia financiera de las entidades y productos analizados (una vez realizado el análisis no dependen de aquellas), y que los inversores y entidades necesitaban de su presencia en los mercados (tanto por información como por regulación).

Críticas a raíz del caso Enron:

- Incapacidad de reacción: Se vuelve a poner de manifiesto la incapacidad de las Agencias de Rating de llevar a cabo un análisis exhaustivo de sus clientes, guiadas por sentimientos de mercado, sin seguimiento para sus análisis y calificaciones finales.
- Degradación tardía y agravante de la situación: En el caso Enron la empresa declaraba de forma efectiva la bancarrota, pero si hubiera existido posibilidad de salvarla, una degradación de rating abrupta habría significado la incapacidad de Enron de financiarse para poder repagar la deuda existente por su estructura de deuda y financiera.
- Seguimiento del Sentimiento de Mercado añadido esta vez a Conflictos de interés: Las Agencias de Calificación dependen ahora de las diferentes compañías para generar ingresos. Una compañía como Enron, con grandes emisiones continuadas en los mercados reportaba una gran cantidad de ingresos para las entidades de calificación (conflicto de interés). Realizar degradaciones de su rating en momentos de efervescencia de la compañía (seguimiento de sentimiento de mercado) repercutiría gravemente en sus cuentas.
- Extrema prudencia: Mostrada por las Agencias de Calificación a la hora de hacer efectiva una bajada de rating en casos de compañías de relativa capacidad es otro factor muy criticado.

- Falta de responsabilidad e integridad: Las Agencias de Calificación, amparadas por la justicia, no son responsables de las acciones tomadas a raíz de sus recomendaciones, y es por ello que se pide mayor integridad y toma de responsabilidades ante fallos tan obvios como el estudiado cuando, en realidad, el mercado no ve estas calificaciones como una simple recomendación sino como una referencia.

iii. CRISIS *SUBPRIME* 2008

La bien conocida crisis de 2008 encuentra su causalidad, y su complejidad, en la convergencia de diversos factores:

- Elevada Inflación e Incremento de Precios con grandes volatilidades
Tanto en materias primas (tonelada cobre por encima de 8.000 \$, llegado a record de 8.490 \$), como en comida, energía (barriles de petróleo por encima de 140 \$)
- Burbuja hipotecaria
Iniciada principalmente en Estados Unidos, que luego contagió al resto de economías de países desarrollados, provocando un colapso en el crédito que George Soros describe como el estallido de la crisis económica.

Colapso de Lehman Brothers, un principal player del sistema económico a nivel global y de AIG, una de las mayores aseguradoras mundiales, entre otras.

Los Gobiernos de Estados Unidos y Europa intentaron inyectar dinero en la economía para, al menos, controlar la burbuja hipotecaria y crediticia, sin éxito.

- Falta de regulación económica (en pos de la desregulación animada por la efervescencia del mercado)
Durante y después del estallido de la crisis se han llevado a ejecución numerosas acciones legales para prevenir la mala praxis, falta de transparencia y se han instaurado controles de calidad y de comportamiento.
- Tardía reacción de Europa
El Banco Central Europeo (BCE) impuso medidas de austeridad y recorte del gasto público y ha alcanzado mínimos de tasa de interés de refinanciación.

Solo hoy, casi seis años más tarde, parece que las economías comienzan a recuperarse de un duro golpe a nivel global.

IMPLICACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Centrando el análisis en las Agencias de Rating, los mercados han evolucionado de forma exponencial en los últimos años. A finales de 1990 los mercados contenían tres veces más productos que a principios de la misma década, y este incremento de tipos y modalidades de productos no ha dejado de incrementar.

Hacia 2008 estalló la burbuja de las hipotecas *subprime*, productos financieros denominados estructurados y complejos. Con esta crisis se comenzó el camino hacia un *back to basics* de las instituciones financieras que aún se está madurando. En estos años se crearon productos estructurados que obtuvieron calificaciones muy altas en *Investment Grade* por parte de las Agencias de Calificación. Se redujo ese rating a calificación llamada *basura* (C+/C/C-).

Además, se critica la acción de calificación de estas entidades sobre los emisores, en este caso, de los emisores soberanos. Las calificaciones ofrecidas fueron tardías y abruptas, y parece que fueron una corrección de una sobrevaloración de las economías, más que una degradación de rating por efectos meramente financieros. Quizás la convolución de ambos factores fue la razón de las bajadas, rápidas y en ocasiones de varios escalones, de las economías europeas. En cualquier caso, se demuestra el efecto contagio que tienen estas bajadas de rating. Además, se critica la excesiva calificación de países con mayores problemas de los que mostraban su rating (España puede ser un claro ejemplo esto) que luego fueron muy degradados a lo largo de la crisis, extendiendo los efectos ya negativos de la crisis global que en esos momentos estaban en pleno auge. Es decir, la pregunta que se puede hacer alguien que lleve a cabo un estudio de economías como la española o la irlandesa, será: *¿Estábamos tan bien antes, como para tener una calificación de A+, y estamos tan mal ahora, como para tener una calificación Below Investment Grade?* La respuesta es que en condiciones normales, con un análisis riguroso de la situación económica de ambos momentos, no se hubieran dado estas calificaciones.

Las críticas a las Agencias de Calificación giran en torno a dos factores:

- Necesidad de recursos humanos junto a Seguimiento de sentimiento de mercado: por la incapacidad de análisis de productos estructurados mostrada. La única explicación de ratings como los vistos durante el periodo estudiado es que los ratings en estos productos no eran analizados con la exhaustividad que debieran sino siguiendo un sentimiento de mercado alcista.
- Incapacidad de prever la crisis: La burbuja hipotecaria explotó cuando todas las Agencias de Rating parecían prever que el precio de la vivienda subiría eternamente.

4. PRINCIPALES CRÍTICAS Y SOLUCIONES

1) Conflictos de Interés

Los reguladores siempre han recurrido a esta crítica para cargar contra las Agencias de Rating para justificar la mala praxis.

Este problema afecta directamente a la independencia de las Agencias de Rating. Es cierto que existe conflicto de interés al recibir los ingresos de aquellas entidades sobre las que deben efectuar un análisis, pero las directrices de la SEC dictan que así actúen tanto emisores como Agencias de Rating. Es necesario que se efectúe un análisis profesionalizado de las emisiones y emisores, por lo que esta directriz no es la cuestión de conflicto. Este conflicto, dada la estructura actual de emisiones y las directrices marcadas, es un “*mal necesario*”. Si no existiesen estas directrices, las Agencias de Rating solo podrían trabajar con datos públicos y no directamente con las entidades, puesto que estas serían claramente reacias a ser evaluadas sin justificación legal para ello o sin penalización del mercado o regulatoria de sus emisiones no calificadas.

Una causa de estos conflictos de interés es lo que comúnmente se denomina *Rating Shopping*. Al ser los propios emisores los que piden (y financian) el rating, tienen la opción de elegir con qué entidad trabajarán (en el 95% de los casos con *Big Three*). Esto lleva a la siguiente operativa: Las Agencias de Rating emitirían una calificación provisional, no oficial, a petición del emisor. Esta calificación no queda registrada ni es oficial a efectos regulatorios. A partir de aquí, el emisor tiene potestad para elegir la entidad que elegirá para publicar su calificación final, con lo que, obviamente, elegirá a aquella entidad que le ofrezca un mejor rating, y ésta será la que efectivamente cobre por el servicio prestado. Es decir, las Agencias de Rating compiten entre ellas con incentivos para dar el mejor rating posible a los emisores. En casos de emisores con gran actividad en mercados, tener o no este cliente puede significar para las Agencias

de Calificación grandes sumas de ingresos (rating de emisor sumado a rating de cada una de las emisiones).

Dos posibles soluciones a este sistema serían:

- I. Crear una legalidad que permita efectuar ratings a petición de los inversores accediendo a la información interna del emisor o de la emisión. En principio, esto no perjudicaría a las compañías con respecto a la situación actual en la que son ellas mismas las que necesitan un rating para sus emisiones, mientras que las Agencias de Rating no recibirían sus principales ingresos a través de los emisores.
- II. Nacionalización de Agencias de Calificación: Evitando así que las Agencias de Calificación reciban ingresos de los emisores y garantizando una legislación exhaustiva.

2) Transparencia

La crisis actual ha denotado la necesidad de transparencia del trabajo de las Agencias de Calificación.

No se conocen los métodos de análisis, por encima de líneas generales, de los emisores y menos el análisis de las emisiones, lo que comienza a ser un factor de desconfianza para con las Agencias de Calificación, que ha generado gran controversia en el mercado por la necesidad de conocer las claves de trabajo de estas entidades y, más importante, entenderlas.

3) Necesidad de capital humano preparado y profesionalizado

Es necesaria una evidencia de experiencia y conocimientos demostrados de los analistas de las entidades de calificación de los productos sobre los que ofrecen calificaciones. Especialmente en el caso de los productos estructurados, que son por naturaleza complejos, se ha evidenciado la incapacidad de las Agencias de Calificación para analizarlos.

La solución que se baraja es proveer al mercado (y específicamente al regulador) de evidencia probada y justificada de experiencia y capacidad de los analistas. Al igual que para los *brokers* y *traders* se exige tener una licencia, prueba de que dominar los conceptos y de tener la experiencia suficiente, para ejercer sus funciones, se podría crear una certificación específica para las Agencias de Calificación.

4) Situación oligopolística del sector

En la actualidad, las *Big Three* dominan el mercado. En países como España (y en la mayoría de economías desarrolladas) los reguladores solo aceptan como válidas las recomendaciones y calificaciones de emisiones de estas tres entidades. Esto impide la competencia entre entidades, con lo que, en última instancia, marcaría un camino hacia la calidad de los ratings y diferenciación por esa línea si bien es verdad que la naturaleza de estas entidades conlleva la necesidad del público en general en sus recomendaciones, lo que muchas entidades de menor tamaño o capacidad tardarían en construir. Las *Big Three* tienen mucho camino ganado.

Las soluciones a este problema de oligopolio pasan por abrir el mercado a nuevas entidades. El problema, como se ha comentado, es que la mayor barrera de entrada es la confianza del mercado en las entidades ya acomodadas. Crear una certificación oficial por parte del regulador (y efectivamente utilizarla, liderando al mercado con el ejemplo) admitiría en el mercado las calificaciones de Agencias de Rating fuera de las *Big Three* como oficiales, y más importante, funcionales, actuando el mercado en consecuencia. Otra solución podría verse por asignar Agencias de Rating a diferentes emisores y emisiones, de forma estandarizada a través del regulador, pero esto llevaría a una constricción del libre mercado y una cuasidependencia de ingresos de las entidades de calificación a aleatoriedad de clientes.

5) Desregulación de las Agencias de Calificación

A partir del Tratado de Roma se persiguió una desregulación especialmente del sistema bancario y financiero en general en pos del libre mercado y la liberalización de las economías y mercados.

Esto afectó a las Agencias de Rating, que han actuado, históricamente, desde la no transparencia y la dejadez de un sistema financiero que estaba en alza. Es en momentos de crisis cuando los fallos de las Agencias de Calificación son discutidos: Crisis de principios de siglo en Estados Unidos, Asiática, casos Enron y Parmalat, Crisis de 2008 (calificación de productos estructurados y de distintos emisores).

Ya se ha comentado como los reguladores, a partir especialmente de 2008, han comenzado a posar su vista en el mercado de la calificación crediticia, comenzando con recomendaciones y últimamente con acciones ejecutivas severas que el mercado no había visto antes. En principio, parece que estas medidas continuarán en crecimiento, lo cual es positivo para restaurar la confianza de los inversores en unas entidades que han visto como su riesgo reputacional ha podido mermar su negocio, si bien, una vez más, como se ha comentado, las Agencias de Calificación no han visto grandes movimientos en sus cuentas por reducción de negocio debido a la necesidad (por regulación y por tradición) de las entidades de continuar con esta relación. La tendencia hacia la regulación es positiva tanto para la renovación estructural de las Agencias de Calificación como para restaurar la confianza de los inversores y las entidades en ellas.

5. CONCLUSIONES

Parece obvio preguntarse, después de todos los problemas en los que han caído las Agencias de Calificación y el debate que generan, cómo es posible que estas entidades continúen realizando calificaciones impunemente y no hayan sido sancionadas. La respuesta es que estas entidades son un mal necesario.

Las Agencias de Calificación ofrecen un servicio necesario al mercado: información sobre la capacidad de repago de deuda de las entidades.

Un inversor medio no es capaz de realizar un análisis profesionalizado de la multitud de emisiones en las que tiene la capacidad de invertir. Tampoco es fácil acceder a toda la información necesaria para hacer dicho análisis. Es por esto que las Agencias de Calificación ofrecen sus servicios: análisis profesional, de calidad e independiente, de emisores y emisiones, con acceso a información interna y de primera mano de aquellos objetos de análisis con conclusiones claras y simples, entendibles por la mayoría de los inversores.

Por otro lado, las Agencias de Calificación han sido muy criticadas por diversos fallos en el sistema de ejecución, calidad de recomendaciones, conflictos de interés por la estructura de ingresos que tienen, niveles de transparencia y débil regulación del sector. Estas entidades reciben sus principales ingresos de los propios sujetos de análisis. Esto significa que la independencia puede verse en entredicho, por no hablar de los conflictos de interés que pueden surgir al ser, al fin y al cabo, entidades con ánimo de lucro cuyo máximo objetivo es la creación de beneficio para los accionistas en última instancia.

De hecho, a raíz de los diversos escándalos financieros acontecidos, se han interpuesto acciones legales continuas contra estas entidades, si bien han sido favorables a las mismas por la protección legal de su forma jurídica, otra de sus críticas: entidades de periodismo que ofrecen recomendaciones no vinculantes. En los últimos años, instancias mayores, a nivel gubernamental, han empezado a tomar medidas legales

contra estas entidades, más notoriamente en Estados Unidos a raíz de la Crisis de 2008, y, en consecuencia, se ha visto una larga lista de directivos y diferentes cargos de Agencias de Calificación intentar defender sus acciones y estrategias delante de tribunales públicos. Además, se ha comenzado, desde 2008 más intensivamente, a regular el sector de la calificación crediticia, dando los primeros pasos Estados Unidos seguido muy de cerca por Europa. No solo esto, sino que se han comenzado debates sobre la sustitución del sector privado de calificación por entidades públicas. Esto último aún es una idea general, que nace quizás como respuesta y amenaza a las actuales Agencias de Calificación, más que como una posibilidad de acción, al menos a corto plazo.

Se puede concluir que las Agencias de Calificación proveen de una información valiosa al mercado, pero su organización y estructura lleva a discutir su capacidad de independencia, calidad de servicio y, en un término más moral, su poca responsabilidad e integridad a la hora de entender las consecuencias de sus acciones. Los pasos para su regulación se han comenzado a dar en los últimos años, con grandes avances en supervisión y ejecución de medidas para evitar y restaurar los problemas que han surgido, aunque si no ocurre un cambio del modelo de negocio o una regulación que quizás resulte asfixiante para el sector, la mayor crítica que en estos días aparece continuará existiendo el conflicto de interés por la consecución de sus ingresos.

6. BIBLIOGRAFÍA

Abad-Romero, P. et al.(2007). *Bond rating changes and stock returns: evidence from the Spanish stock market.*

Alessi, C. (2013) *The Credit Rating Controversy. Campaign 2012, Council on Foreign Relations.*

AMF (2007) *AMF 2007 Report on Rating Agencies*

Anderson, S. (2007). *Earnings and dividend information contained in bond rating changes.* Centre for Financial Studies Banking and Finance Conference, Finsia-Melbourne.

Baker, H. (2002) *Assessing credit rating agencies by bond issuers and institutional investors.*

Bannier, C. (2010). *The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us?*

Blanco, M. (2011). *La agencia de calificación europea: juez y parte.*

Calderón, I. (2013) *¿En qué se basan las Agencias de Rating para calificar los países?* Invertia.

Cantor, R. (1994). *The Credit Rating Industry.* Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review.

Carrasco, M. (2014). *Las agencias de rating, nuevos protagonistas.* RevistaDeLibros

Collins, D. (2006) *The effects of corporate governance on firms' credit rating.*

Ferri, G., Stiglitz, J. E. et al.(1999). *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis.* Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA.

Fitch. (2007). *Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean.*

Kräussl, R. (2000). *Sovereign Credit Rating and Their Impact on Recent Financial Crises.*

Legrain, P. (2014). *Burbuja periférica: La tormenta perfecta.* Cluster Family Office.

IOSCO (2004). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.*

McLean, B (2001). *Is Enron Overpriced?* Revista Fortune.

Morillo, J. (2014). *Chivos expiatorios de la crisis: Agencias de calificación.*

Muñoz, R. (2010) *Ni independientes ni transparentes: críticas a las agencias de rating.*

Nuñez, M (2013). *La UE detecta conflictos de intereses en las agencias de calificación crediticia*.

Rallo, J. (2008). *Desregulen las agencias de calificación*.

Restoy, F. (2008). *The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors*. CNMV.

Robles, M. (2008). *Influence of rating announcements and their characteristics on abnormal liquidity in corporate debt market*. Encuentro de Economía Aplicada, Salamanca, España.

SEC (2008). *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*.

Vega, M. (2014). De Guindos pide a las agencias de rating que suban la nota de España. El Mundo.

Vega, M. (2014). *Las agencias de rating retrasan la mejora para España por la escala de deuda pública*. El Mundo.

Vilariño, A. et al. (s.a.) *Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea*.

Walter, I. (2001). *Rating Agencies: Is there an Agency Issue?* Stern School of Business, Nueva York.

Whyte, M. (1997). *Intra-industry effects of bond rating adjustments*.

Otros:

www.moodys.com

www.standardandpoors.com

www.fitchratings.com

www.axesor.es

www.cnmv.es

www.iosco.org