

UNA APROXIMACIÓN A LA INDUSTRIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: ¿ESTÁ JUSTIFICADA LA POLÉMICA?

NATALIA PINEDO GARCÍA

Controller financiera

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Valentín PICH ROSELL, don Mario ALONSO AYALA, don César CAMISÓN ZORNOZA, don José Luis GALLIZO LARRAZ y don Enrique ORTEGA CARBALLO.

Extracto:

LA situación económica y financiera que han vivido la mayoría de países desarrollados en los últimos años ha generado múltiples debates en torno a las agencias de calificación, cuya competencia ha sido puesta en entredicho en numerosas ocasiones a lo largo de este periodo.

En primer lugar, su actuación fue determinante en el origen de la crisis y, desde entonces, han sido objeto de todo tipo de críticas debido a los fallos generalizados que evidenció la crisis *subprime*.

Por otro lado, en la actualidad siguen siendo noticia ya que, cuando muchas economías tratan de recuperarse de la «debacle» financiera que vienen sufriendo desde 2007, las agencias calificadoras las golpean con continuas bajadas de *rating* y anuncios de reducción de perspectivas. Estas actuaciones agravan la situación de las economías ya que tienen un efecto directo sobre el mercado de deuda, tanto pública como privada: las primas de riesgo se disparan, las inversiones extranjeras «huyen» hacia países con un riesgo percibido menor y los índices bursátiles se desploman.

A día de hoy, la importancia del sector es innegable, y por ello lo que se pretende con el siguiente trabajo es que el lector comprenda su funcionamiento y composición.

También se tratará el papel que jugaron las agencias calificadoras en la crisis *subprime*, la regulación a que son sometidas, tanto en Europa como en Estados Unidos y el contenido informativo de los *rating* emitidos.

Palabras clave: agencias de calificación, crisis *subprime*, *rating*, mercado de deuda y regulación.

A FIRST APPROACH TO THE CREDIT RATING AGENCIES: IS THE CONTROVERSY JUSTIFIED?

NATALIA PINEDO GARCÍA

Controller financiera

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Valentín PICH ROSELL, don Mario ALONSO AYALA, don César CAMISÓN ZORNOZA, don José Luis GALLIZO LARRAZ y don Enrique ORTEGA CARBALLO.

Abstract:

THE financial situation most developed countries have been throughout over the last years has reached into multiple debates with **rating agencies** as their main theme, since their competence during this period has been called into question many times.

Firstly, their performance has been decisive during the genesis of the crisis and, since then, they have been criticised due to the big mistakes the **subprime crisis** showed.

Besides this, they are still on the highlight since, when lots of countries are trying to recover from the financial debacle they have been suffering since 2007, their economic stability seems to be threatened because of continuous downgrades and negative outlooks on their **ratings**. This has a direct effect on the **debt market**, both public and private: risk premium rises, foreign investments go to countries with lower risks and stock markets crashes.

Since the significance of this industry nowadays is undeniable, the main aim of this paper is to provide the reader a general idea of how it works and how it is composed, also explaining aspects as **regulation**, informative content of ratings and their role throughout the beginning of the crisis.

Keywords: rating agencies, subprime crisis, rating, debt market and regulation.

Sumario

1. Introducción.
2. Presentación de la industria y de las agencias de *rating*.
 - 2.1. Introducción al *rating*.
 - 2.2. Principales agencias de *rating* y composición de la industria.
 - 2.3. Cómo se calcula una calificación crediticia.
 - 2.4. Financiación de las agencias de *rating*.
3. Controversia en la actualidad.
 - 3.1. Crisis *subprime*.
 - 3.2. Contenido informativo del *rating* y su efecto desestabilizador en las economías.
 - 3.3. Regulación de las agencias de *rating*.
 - 3.4. Principios del FSB para reducir la dependencia de las calificaciones.
4. Conclusión.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

La situación económica y financiera en la que se encuentra inmersa la práctica totalidad de los países desarrollados ha generado múltiples debates, en su mayoría relativos al papel que han jugado las agencias de calificación crediticia a lo largo de este periodo. Su actuación fue determinante en el origen de la crisis y, posteriormente, han continuado en el ojo del huracán siendo objeto de todo tipo de críticas por los fallos generalizados que evidenció la crisis *subprime*. En la actualidad, cuando muchas economías tratan de recuperarse de la «debacle» financiera que vienen sufriendo desde el año 2007, las agencias calificadoras las golpean con continuas bajadas de *rating* y reduciendo sus perspectivas.

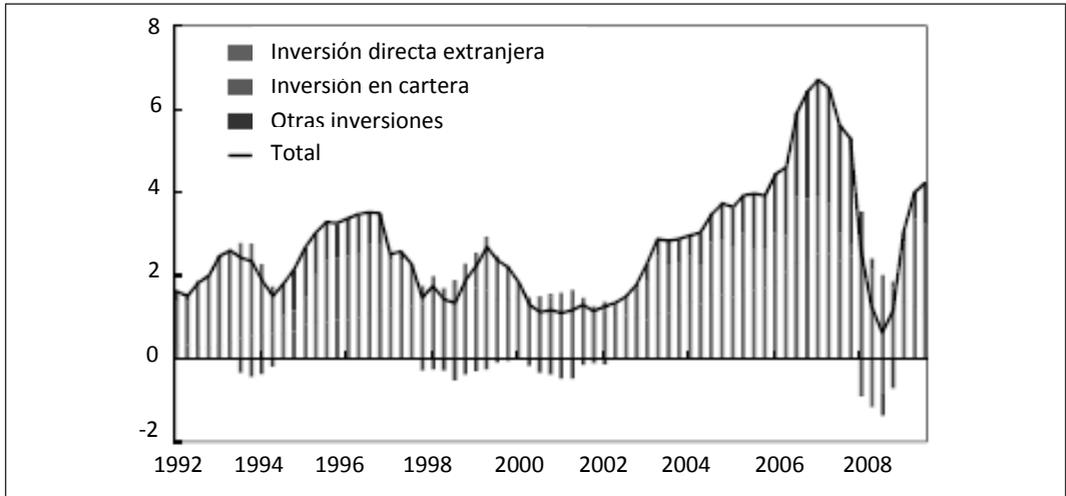
En concreto, las economías europeas están viendo como, con demasiada frecuencia, las agencias de *rating* muestran sus dudas sobre su capacidad de repago de la deuda, el elevado déficit que presentan, aspectos como el desempleo, la reforma del sistema financiero, y un largo etcétera de frentes abiertos que pueda tener cualquier economía de un país desarrollado.

El problema es que cada anuncio u opinión mostrado por las agencias tiene su efecto directo, y muchas veces inmediato, en los mercados. Este efecto se puede comprobar mediante el incremento del *spread* del CDS, la caída de los índices bursátiles de referencia, y el contagio a los países vecinos, empeorando la situación económica de un numeroso grupo de países.

Consecuencia de lo anterior, las naciones tienen que pagar un interés mayor para conseguir colocar su deuda soberana, debido a esa mayor percepción de riesgo en los mercados.

También se produce un efecto totalmente indeseable para la economía de un país, como es la huida de las inversiones hacia otros lugares donde el riesgo percibido sea menor.

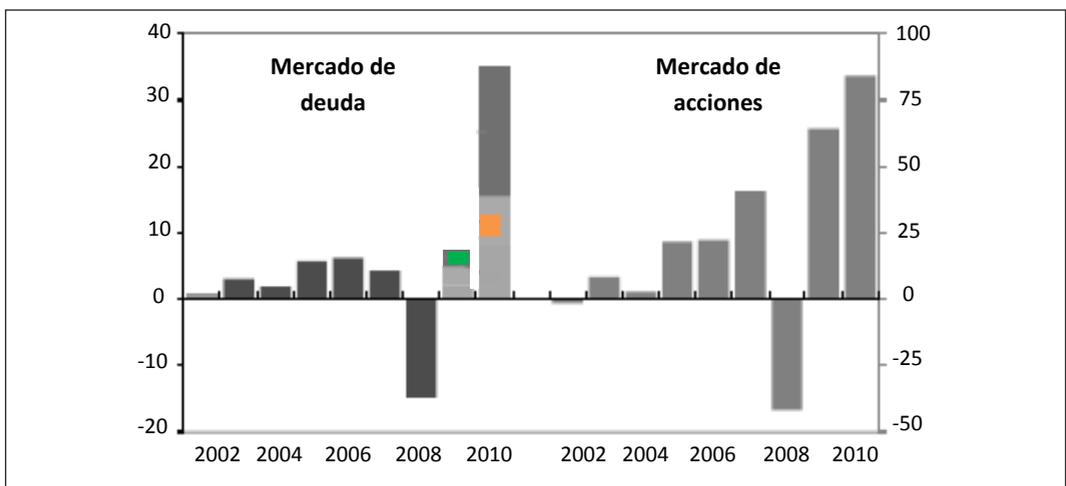
GRÁFICO 1. *Flujos de capital hacia países emergentes (pasivos netos, en porcentaje del PIB).*



FUENTE: FMI.

Así, en los **gráficos 1 y 2** podemos comprobar como desde el año 2009 los flujos de inversión han ido hacia países emergentes, con unas tasas de crecimiento sostenido mayores. Esta tendencia se ha acentuado en el año 2010.

GRÁFICO 2. *Flujos anuales hacia el mercado de deuda y bursátil de países emergentes (en billones de USD).*



FUENTE: FMI.

Uno de los factores fundamentales de esta fuga de capitales es la falta de estabilidad en las economías que se percibe desde el exterior, así como el riesgo de *default* en algo que tradicionalmente se había considerado una inversión segura como es la deuda soberana.

Otro aspecto muy debatido en la actualidad es la necesidad de una reforma en la industria de las agencias de calificación crediticia. Se aboga por un acuerdo de mínimos a nivel internacional, cambiar la actual estructura competitiva, eliminar o al menos minimizar el conflicto de intereses existente, incrementar la transparencia en las metodologías de evaluación crediticia e incrementar la supervisión de la industria en general.

Por todo lo anterior, y dada la innegable importancia de las calificaciones crediticias en el sistema financiero, a lo largo del presente trabajo se realizará un repaso a la industria de *rating*, introduciendo las principales agencias e indicando su origen, funcionamiento y regulación, así como los principales problemas y controversias a que se enfrentan.

Finalmente, se tratará de, a partir de las imperfecciones o fallos que presenta el mercado, extraer una conclusión sobre la posible evolución del sector, analizando las fundamentales propuestas regulatorias, y valorando su actuación desde el inicio, en 2007, de la actual situación económica.

2. PRESENTACIÓN DE LA INDUSTRIA Y DE LAS AGENCIAS DE RATING

2.1. Introducción al *rating*

El *rating* es una escala de calificaciones que se elabora después de analizar varios aspectos de una empresa o un Estado. Las principales agencias utilizan un sistema similar a las del sistema educativo anglosajón basándose en letras, que van desde la AAA, para la mayor calificación, a la C, en el caso de Moody's, o la D, en el caso de Standard & Poor's y Fitch, para la nota más baja.

Evalúa la capacidad y el compromiso jurídico de un emisor para efectuar los pagos de intereses y amortización del principal en el plazo previsto y en las condiciones de la emisión. La calificación también pretende clasificar el nivel de riesgo relativo de cada emisión y cada emisor. Constituye, por tanto, un indicador sencillo, objetivo y rápido del análisis del riesgo crediticio.

La principal función de las calificaciones en los mercados financieros es proporcionar al inversor una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal, de una inversión determinada. Resulta especialmente útil a nivel internacional, ya que permite obtener una idea suficientemente sólida de la posición tanto de emisores como de emisiones. La calificación reduce la incertidumbre sobre los riesgos de inversión de una gama de productos financieros mucho más amplia de la que los inversores pueden cubrir, ampliando así sus horizontes de inversión.

El *rating* da la posibilidad de diversificar los riesgos de inversión en una cartera de renta fija y de optimizar dichas inversiones al poder seleccionar los valores que más se adecúen a las necesi-

dades. Conviene matizar que no debe sustituir al análisis del inversor, sino que debe ser un complemento al mismo.

También juega una función clave a la hora de fijar precios en títulos de renta fija. Son un indicador de cuánta rentabilidad añadida (denominada *spread* o prima de riesgo) puede pedir el inversor en relación con un valor sin riesgo (deuda pública). A mayor calificación, menor riesgo crediticio y por tanto menor será la rentabilidad adicional.

Por otra parte, alcanzar un determinado *rating* sirve como requisito regulatorio que impide o posibilita la inversión en un activo por parte de inversores institucionales concretos.

(¹) NP: Not Prime.

(²) RD: Relative Default.

TABLA 1. Escala de calificaciones crediticias a corto plazo.

	Significado	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Grado de inversión	Máxima calidad	A-1+	P-1	F1+
		A-1		F1
	Satisfactoria	A-2	P-2	F2
	Adecuada pero vulnerable	A-3	P-3	F3
Grado especulativo	Dudoso y vulnerable	B	NP(¹)	B
	Inadecuado	C		C
	Impago	D	--	RD(²)/D

TABLA 2. Escala de calificaciones crediticias a largo plazo.

	Significado	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Grado de inversión	Máxima calidad	AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
	Alta calidad	AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
		Fuerte capacidad de pago	A+	A1
	A		A2	A
	A-		A3	A-

.../...

	Significado	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
.../...	Adecuada capacidad de pago	BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
Grado especulativo	Probable incumplimiento	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
	Elevado riesgo	B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
	Vulnerabilidad al impago	CCC	Caa	CCC
		CC	Ca	CC
		C	C	C
	En impago	D	-	RD/D

FUENTE: *Elaboración propia a partir de información de Standard & Poor's, Moody's y Fitch.*

Cada uno de los signos (+/-) en el caso de Standard & Poor's y Fitch o indicadores numéricos (del 1 al 3) para Moody's son los denominados «**modificadores**», e indican una subcategoría dentro de un nivel previo (BBB por ejemplo).

Cuando se revisa un *rating* y se decide modificarlo, se dice que se ha bajado o subido el *rating* un «**notch**», que es un movimiento dentro de una escala de *rating* (por ejemplo, en el caso de Moody's a la deuda pública española el marzo pasado, de Aa1 a Aa2) o dos «**notches**» (por ejemplo, el caso de S&P a la deuda soberana de Portugal en abril, de A+ a A-).

En la pantalla de Bloomberg que nos muestra el **gráfico 3**, tenemos un ejemplo para Iberdrola. Podemos ver los *ratings* otorgados por las agencias calificadoras para cada una de las emisiones vivas, tanto a largo como a corto plazo, así como la perspectiva en que se encuentran los mismos.

GRÁFICO 3. Diferentes calificaciones para Iberdrola según emisión y agencia

MOODY'S		Fitch National	
1) Outlook	STABLE	15) Natl Sr Unsecured	AAA(mex)
2) Issuer Rating	A3		
3) Senior Unsecured Debt	A3		
4) Short Term	P-2		
STANDARD & POOR'S			
5) Outlook	STABLE		
6) LT Foreign Issuer Credit	A-		
7) LT Local Issuer Credit	A-		
8) ST Foreign Issuer Credit	A-2		
9) ST Local Issuer Credit	A-2		
FITCH			
10) Outlook	STABLE		
11) LT Issuer Default Rating	A-		
12) Senior Unsecured Debt	A		
13) Short Term	F2		
14) ST Issuer Default Rating	F2		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9304 1210 Hong Kong 852 2877 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 918 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.
SN 976309 6406-1399-3 09-Sep-2009 04:54:48

FUENTE: Bloomberg.

Es importante señalar que cada compañía tiene su propio *rating*, no hay un *rating* mejor o peor sino el que más se adecúa a la estructura y circunstancia de la empresa. Asimismo, estos se revisan periódicamente y se ponen en **perspectiva** (*outlook*) positiva, negativa o estable, que es la holgura que se tiene dentro de una calificación. Tampoco hay que olvidar que hay *ratings* tanto para el emisor como para la emisión, así, una emisión concreta puede tener un mejor o peor *rating* que la compañía emisora.

Las agencias insisten en que las calificaciones no son más que previsiones sobre la solvencia de los diferentes organismos, aunque a menudo determinan el comportamiento financiero de las empresas analizadas. En este sentido, se considera que aquellos que tengan la máxima calificación tienen pocas probabilidades de entrar en suspensión de pagos, sea cual sea su situación financiera, ya que el mercado confiará en ese producto. La quiebra de empresas con la máxima calificación, como Lehman Brothers en 2008, ha hecho tambalear esta creencia, y como consecuencia, que las agencias sufran una importante pérdida de credibilidad.

Por otro lado, no siempre el *rating* de una emisión de deuda es solicitado. Las agencias califican a emisores o emisiones aunque estos no lo hayan solicitado, por lo que no cuentan con información completa y se basan únicamente en información pública. En consecuencia, la calificación otorgada es más baja y por tanto el *spread* es mayor. Estos *ratings* no solicitados se utilizan en muchas ocasiones como medida de presión y, por lo general, la empresa termina contratando el *rating*. Este

rating contratado, en la práctica totalidad de las ocasiones, es mejor que el inicialmente otorgado por la agencia de calificación.

DIFERENTES TIPOS DE RATING

Las agencias de calificación no se limitan a emitir un *rating*, sino que se cuentan con diferentes productos según las necesidades del emisor. Los siguientes ejemplos muestran el catálogo de servicios que ofrece Fitch:

- **Rating público:** se analiza al emisor y se le califica en una escala de *ratings*. La calificación obtenida será objeto de seguimiento constante por parte de los analistas.
- **Rating privado:** a diferencia del público, no se hace extensivo a los medios de comunicación ni al mercado.
- **Credit assessment:** es una evaluación en un momento puntual del tiempo, ya que a un emisor puede interesarle conocer de antemano la calificación que tendría en un momento determinado, sin hacer pública la información. No hay seguimiento por parte de la agencia.
- **Rating assessment service:** muy utilizado para determinar el *rating* que tendría un emisor ante una hipotética situación (operación corporativa, cambio accionarial, venta de activos...). Constituye una evaluación en un momento determinado que se realiza antes de la operación.
- **Shadow rating:** es una opinión que omite características del *rating* completo. Es el caso de cuando se dispone de escasa información o el análisis se hace a petición de terceros.

VENTAJAS Y FUNCIONES DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

El *rating* es una **medida de fortaleza financiera** que permite valorar el riesgo de impago. Refleja la capacidad y disposición del emisor de pagar tanto los intereses como el principal en su totalidad y en la fecha acordada. Es un elemento clave en los mercados de capitales ya que constituye una **valoración creíble e independiente de la calidad crediticia** de un emisor o emisión concreta, que permite la comparación a nivel mundial y cuya transparencia favorece la liquidez en los mercados de capitales.

También funciona como **restricción regulatoria**, ya que alcanzar un determinado *rating* sirve a su vez como requisito regulatorio que impide o posibilita la inversión en un activo por parte de determinados inversores institucionales. Por último, se puede decir que **amplía las alternativas de financiación**, ya que el *rating* es la llave para acceder a los mercados de capitales internacionales (colocaciones privadas, eurobonos, programas MTN, ECP...).

En adición a estas ventajas genéricas, existen otras características del *rating* que hacen que sea especialmente favorable para los emisores o para los inversores:

TABLA 3. *Ventajas de las calificaciones crediticias para emisores e inversores.*

Emisores	Inversores
<ul style="list-style-type: none"> • Mejor acceso al mercado. • Mejor aceptación para emisores poco conocidos. • Ayuda a la correcta formación de precios. • Mejora la imagen corporativa. • Permite la afluencia de inversión no residente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Complemento del análisis. • Ayuda a la gestión del riesgo de las carteras. • Permite una mayor diversificación. • Ayuda a invertir en otros mercados.

FUENTE: *Elaboración propia.*

2.2. Principales agencias de *rating* y composición de la industria

Las agencias de calificación crediticia más importantes comparten rasgos característicos, como son su origen en Estados Unidos a mediados del siglo XIX y principios del siglo XX y su carácter privado. Surgen ligadas a la evaluación de obligaciones de las compañías ferroviarias de Estados Unidos. A mediados del siglo pasado, comenzaron a crecer de la mano del imparable desarrollo de los mercados financieros internacionales. Estas principales agencias son tres:

- **Standard & Poor's**, cuyo origen se remonta a 1860, cuando Henry Varnum Poor publica «History of the Railroads and Canals of the United States», el primer informe donde se recaba información financiera y operativa de la industria más intensiva en capital de los Estados Unidos, la industria del ferrocarril. En 1941, Poor's Publishing (originariamente fundada por Henry Varnum Poor y su hijo, Henry William Poor) se fusiona con Standard Statistics, formando Standard & Poor's Co., siendo este su actual estado corporativo. En 1957 se presenta el Índice S&P 500, y en 1962 sus acciones se admiten a cotización en New York Stock Exchange. A lo largo de los años sesenta, desarrolla nuevos servicios relativos a bonos corporativos y municipales, y en 1966 es adquirida por McGraw Hill. Desde los años sesenta hasta la actualidad, gracias al desarrollo de los mercados financieros internacionales, se ha convertido en una empresa con presencia global.
- **Moody's Corporation**, sociedad matriz de Moody's Investors Service, fue fundada por John Moody en 1900, año en que publicó «The Manual of Industrial and Miscellaneous Securities», un manual que contenía información y estadísticas de valores y bonos de instituciones financieras, agencias gubernamentales, empresas manufactureras, mineras, de materias primas y alimentación. Con el *crash* bursátil de 1907, la empresa quebró, pero posteriormente en 1909 John Moody decidió no solo proveer al inversor de información sobre la propiedad, capitalización y gobierno de las compañías, sino también de un análisis de las acciones y bonos emitidos por las empresas, y las conclusiones obtenidas tras dicho análisis sobre la calidad de la inversión. En 1914, Moody's Investors Service se une al negocio y John Moody expande su análisis a los bonos emitidos por ciudades y municipios estadounidenses. Con posterioridad,

Moody's ha ido extendiendo geográficamente su análisis, pasando de cubrir únicamente tres países en 1975, a treinta y tres en 1990 y a más de cien en el año 2000.

- **Fitch Ratings**, agencia de calificación crediticia internacional con doble sede, en Nueva York y Londres. Fue fundada en 1913 por John Knowles Fitch como Fitch Publishing Company. La compañía comenzó publicando estadísticas financieras claves para la comunidad financiera, a través de títulos como «The Fitch Bond Book» y «The Fitch Stock and Bond Manual». En 1924 se introdujo la escala de AAA a D para satisfacer una creciente demanda de análisis de valores financieros. En 1989 Fitch Ratings fue recapitalizada bajo una nueva dirección y a lo largo de los años noventa ha experimentado un considerable crecimiento en todas las áreas. En 1997 se fusionó con IBCA Limited, con sede en Londres, incrementando así su presencia global, prestando servicios a bancos, instituciones financieras y países. Fitch Ratings fue comprada por Fimalac, *holding* francés que previamente había adquirido IBCA en 1992. En 2000, Fitch Ratings adquirió Duff & Phelps Credit Rating Co., así como Thomson BankWatch, con la intención de convertirse en un competidor global al cubrir el sector asegurador, corporativo, de instituciones financieras y de financiaciones estructuradas.

Las tres agencias comenzaron a cargar tasas por sus servicios de análisis y calificación crediticia en los años setenta.

GRÁFICO 4. Logos de las principales agencias de calificación crediticia.



Estas tres agencias dominan la industria de calificación crediticia a nivel mundial, que es prácticamente un duopolio al acaparar Moody's y Standard & Poor's cerca del 80 por 100 del mercado. Fitch Ratings, por su parte, ocupa el tercer lugar con una cuota de mercado aproximada del 15 por 100, pero es líder en el sector de productos estructurados.

Posteriormente, en cada país la cuota de mercado se completa con agencias nacionales o con agencias especializadas en emisiones concretas que operan en varios países, aunque la participación de estas agencias calificadoras en los ingresos totales que genera la industria es muy pequeña.

La estructura de la industria de calificación crediticia permanece prácticamente igual que en sus orígenes, con las dos agencias líderes desde su fundación, a pesar de que en los últimos años la demanda de este tipo de servicios haya experimentado un importante crecimiento. Esto es debido, como veremos más adelante, al gran peso que tiene la reputación en el sector.

Es muy importante que la agencia que emite una calificación tenga la suficiente veracidad y credibilidad como para que el mercado tome ese *rating* como un *input* más a la hora de valorar las distintas alternativas de inversión. Aunque no es el único factor, ya que también influye el regulador de cada país al utilizar los *ratings* como instrumento de protección del inversor minorista, advirtiendo sobre los productos en los que no debe invertir.

Hay que destacar que, especialmente, tras la crisis de las hipotecas *subprime*, desde diversos estamentos se aboga por la creación de una agencia de *rating* europea, para eliminar en la medida que sea posible la subjetividad derivada de que las tres principales agencias de calificación sean anglosajonas.

Cabe mencionar la creación en 2009 de Dagong Global Credit Rating, agencia china con sede en Pekín especializada en emisiones de acciones y bonos, y creada con el objeto de que haya una agencia calificadora oriental capaz de competir con las gigantes estadounidenses.

AGENCIAS NRSRO

En Estados Unidos, las agencias NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) son las únicas que pueden emitir *ratings* para ser utilizados en la regulación financiera. Esta denominación surge tras la crisis crediticia de los años setenta, cuando se comenzaron a utilizar los *ratings* para determinar los requerimientos de capital para los intermediarios de los mercados de valores y las entidades de crédito. La Securities and Exchange Commission (en adelante SEC) creó un sistema de registro que se realizaba a través de lo que se denominaba *No Action Letter*. Los criterios utilizados para dicho registro no eran plenamente transparentes, sino muy genéricos: los *ratings* de la agencia debían ser fiables, creíbles y de amplio uso por el mercado. Para convertirse en NRSRO, la agencia debía contar con el debido reconocimiento del mercado, y una vez logrado el *status*, la SEC nunca se planteaba retirárselo.

A parte de la SEC, otros reguladores decidieron que únicamente admitirían en sus regulaciones *ratings* provenientes de agencias NRSRO, lo que hacía que contaran con una importante ventaja competitiva con respecto a las demás agencias.

Esto provocó que la industria de *rating* estuviera altamente segmentada. Consecuencia de la ola de fusiones y adquisiciones de los años ochenta, durante la década de los noventa únicamente hubo tres agencias registradas: Moody's, Standard & Poor's y Fitch, que copaban prácticamente la totalidad del mercado (fueron denominadas NRSRO en 1975).

Consecuencia de la Ley Sarbanes Oxley de 2002, se promulgó la Credit Rating Agency Reform Act en 2006 (aunque no entró en vigor hasta enero de 2008), reformando por completo el marco regu-

latorio de las agencias de *rating*. Esta reforma aboga por una mayor supervisión directa de las agencias calificadoras, alejándose así por la autorregulación propuesta por el IOSCO, y modifica los criterios de la SEC a la hora de considerar válidas las agencias calificadoras para emitir *ratings* destinados a usos regulatorios.

Una primera consecuencia de la Credit Rating Agency Reform Act es el aumento de las agencias reconocidas por la SEC, que en abril de 2011 son diez:

- A.M. Best Company, Inc.
- Dominion Bond Rating Service Ltd.
- Egan-Jones Rating Company.
- Fitch, Inc.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd.
- Moody's Investors Service, Inc.
- Rating and Investment Information, Inc.
- Realpoint LLC.
- Standard & Poor's Ratings Services.
- LACE Financial Corp./Kroll Bond Rating Agency.

En diciembre de 2009, la agencia china de reciente creación Dagong Global Credit Rating solicitó a la SEC su registro, que fue denegado en abril de 2010 por dos tipos de causas: en primer lugar, por la insuficiente conexión con el comercio interestatal estadounidense y, en segundo lugar, porque teniendo en cuenta los requerimientos de su país de origen, Dagong no podría cumplir con las provisiones exigidas por la regulación del mercado de valores estadounidense.

EL PAPEL DE LA REPUTACIÓN EN LA INDUSTRIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

La reputación es de vital importancia en una industria como la de *rating*, donde las relaciones entre empresas y proveedores son largas en el tiempo, existen importantes asimetrías informativas, y el cliente no puede verificar *ex-ante* la calidad del producto. La calidad de los *ratings* emitidos únicamente se puede contrastar *ex-post*, comprobando si el número de quiebras producidas en los calificados con el mismo *rating* se corresponde con el número de quiebras que dicho *rating* predice. Al no existir una mejor manera de comprobar la calidad de los *ratings* a priori, los inversores confían en las agencias con una mayor implantación.

Las agencias cargan precios más altos cuanto mayor sea su reputación, ya que con sus calificaciones prácticamente pueden asegurar una bajada en el precio de la colocación.

La importancia de la reputación tiene consecuencias para la competencia en la industria y condiciona su estructura oligopolística, ya que crear una reputación es un proceso laborioso y muy costoso. Es lógico entonces que el mercado en los diferentes países esté constituido por muy pocas empresas, algunas de las cuales como Standard & Poor's y Moody's cuentan con un poder de mercado enorme.

Al ser un oligopolio, existe una competencia en precios que hace que el precio de equilibrio sea muy superior al que se daría de existir un número de agencias más elevado en el mercado. Es por eso que, una vez la calificadora está consolidada en el mercado, disfruta de unos beneficios generalmente muy altos.

La reputación es el elemento clave de la industria, y pasa por que las agencias mantengan un alto nivel de calidad en la emisión de sus *ratings*. Si una agencia decidiera bajar la calidad de los *ratings*, disfrutaría de unos beneficios extra hasta que el mercado detecte *ex-post* el cambio, perdiendo así uno de los activos más importantes de este sector, como es la confianza de sus consumidores.

La reputación constituye, por tanto, un garante de la calidad de los *ratings* emitidos por las agencias.

2.3. Cómo se calcula una calificación crediticia

Para formar su opinión de riesgo crediticio, las agencias calificadoras pueden utilizar un equipo de analistas o modelos matemáticos, aunque el uso de uno no excluye al otro, siendo lo habitual la combinación de ambos métodos.

- **Calificaciones realizadas por analistas:** implica asignar un analista, junto con un equipo de especialistas para liderar la evaluación del riesgo crediticio de la entidad o de una emisión concreta. Por lo general, los analistas obtienen la información necesaria de informes públicos, entrevistas y reuniones con el equipo directivo del emisor. La información es utilizada para evaluar la situación financiera de la entidad, su desempeño operativo, políticas y estrategias de administración de riesgo.
- **Calificaciones resultantes de la utilización de modelos:** este método se enfoca casi exclusivamente en el uso de información cuantitativa, la cual se incorpora a un modelo matemático que analiza la calidad de los activos, los fondos de que dispone la entidad y la rentabilidad obtenida por la misma, basándose casi exclusivamente en los datos obtenidos de los estados financieros públicos de la institución y de la información presentada por esta a sus reguladores.

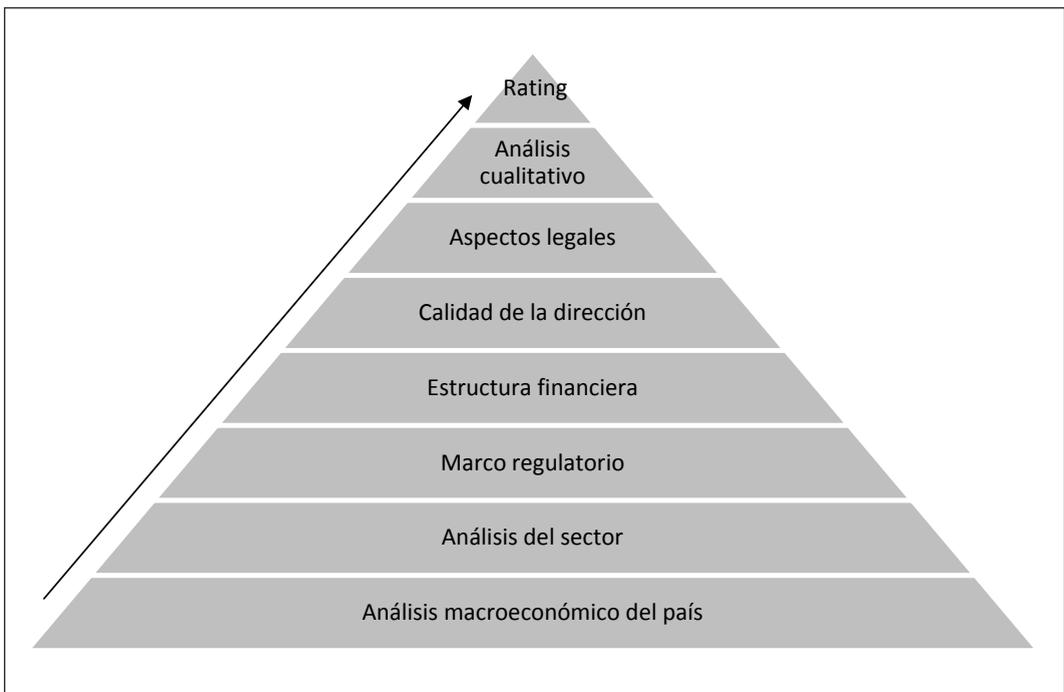
A la hora de hablar de la determinación de un *rating*, hay que diferenciar entre las fases que componen el proceso y los factores analizados para otorgar una determinada calificación, que incluyen variables de carácter cuantitativo y cualitativo.

2.3.1. El proceso de obtención de un rating

El proceso a seguir para determinar un *rating* es similar entre las distintas agencias y plazos. La principal diferencia entre un *rating* a corto plazo y uno a largo es el horizonte temporal del análisis. Mientras que para un *rating* a corto plazo el estudio suele abarcar uno o dos años y se analizan aspectos como acceso a la financiación bancaria, la deuda a corto plazo o el *cash-flow* generado, para un *rating* a largo plazo el periodo analizado se extiende incluso hasta los diez años, sometiéndose la empresa a un análisis profundo de sus estados contables (de los cinco años anteriores como mínimo), presupuestos y *business plan*, que incluye estrategias futuras, inversiones previstas...

El análisis se realiza estudiando en primer lugar el entorno macroeconómico del país, para después centrarse en el sector en que opera la empresa, y finalmente en los datos más detallados. El **gráfico 5** nos indica a rasgos generales el proceso de análisis seguido.

GRÁFICO 5. Proceso de análisis para la elaboración de una calificación crediticia.



FUENTE: *Elaboración propia.*

Las fases que componen la obtención de una opinión sobre el riesgo crediticio de una entidad o emisión son, por lo general, las siguientes:

- **Selección de un asesor de *rating*:** el emisor tiene la intención de solicitar un *rating*, para lo que concierta una reunión informal con una agencia de calificación. En esta reunión, la agencia establece una primera impresión de las principales áreas del emisor que deberá estudiar. Por su parte el emisor se familiariza con la visión y la metodología de análisis de la agencia.
- **Asignación de un equipo de analistas:** si la empresa emisora estima que el resultado potencial de la obtención de un *rating* es positivo y, por tanto, decide continuar con su solicitud de *rating*, la agencia asigna un analista al frente de un equipo de especialistas del sector en el que opera el emisor.
- **Preparación de las reuniones de *rating*:** previamente a la reunión entre el emisor y la agencia, los analistas estudian toda la información con el objeto de conocer en profundidad la empresa emisora. Analizan no solo los estados financieros de los últimos años (el horizonte temporal estudiado depende de si se trata de un *rating* a corto o a largo plazo), es decir, información histórica, sino también estrategias futuras, posibles inversiones y proyecciones financieras. Esta información referente al futuro de la compañía, muchas veces es de carácter estrictamente confidencial y privilegiado, por lo que los analistas operan con acuerdos de confidencialidad durante todo el proceso.
- **Reuniones con la agencia de *rating*:** tras el primer análisis, el equipo de analistas establece un calendario de reuniones con el equipo directivo del solicitante, que normalmente tienen lugar en sus propias oficinas. Estas reuniones por lo general no duran más de uno o dos días y se suelen centrar en aspectos de carácter cualitativo, fundamentales en el proceso de calificación. Estos aspectos son, por ejemplo, la misión, visión y valores de la compañía, su estrategia, posición en el sector, entorno competitivo, cuestiones financieras y competitivas, así como información relativa a Responsabilidad Social Empresarial y Gobierno Corporativo.

Los asistentes a estas reuniones son la dirección ejecutiva, altos cargos de la dirección financiera y de operaciones, e incluso el máximo ejecutivo de la compañía.

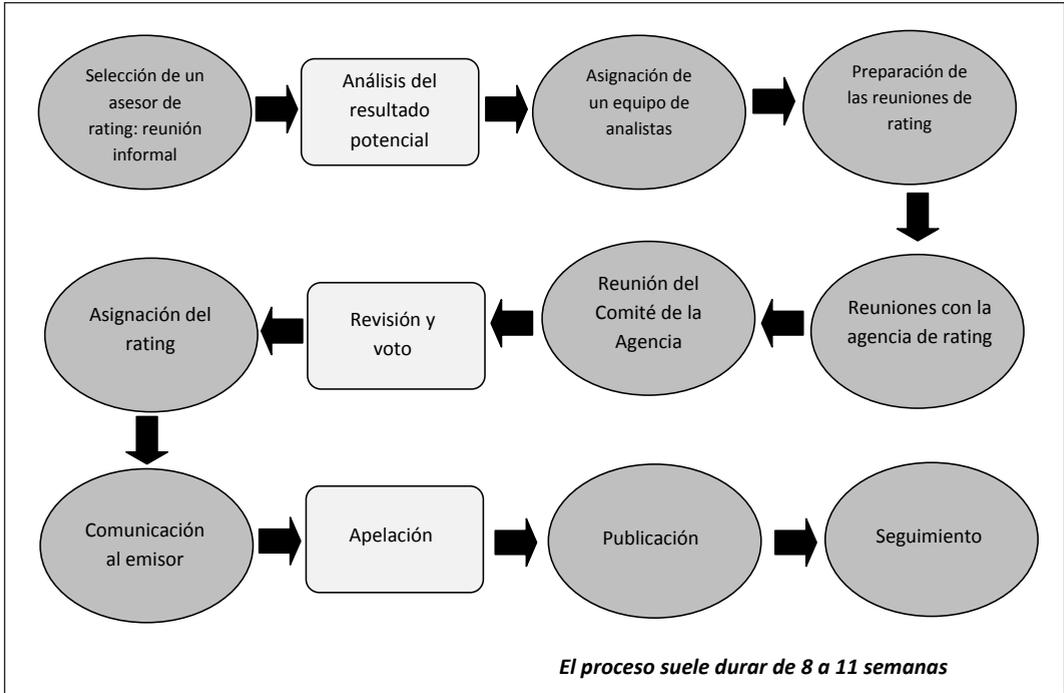
- **Reunión del Comité de Rating y asignación del mismo:** tras las reuniones de trabajo anteriormente descritas, las agencias calificadoras se suelen tomar de cuatro a seis semanas para llegar a una decisión de calificación. El analista que dirige el equipo hace una recomendación acerca del *rating* a otorgar y se reúne con el Comité de Rating, que tomará la decisión final sobre el *rating* a conceder.

El Comité de *Rating* está formado por el equipo asignado al proceso, especialistas en la industria a la que pertenece el solicitante, analistas especializados en el país en el que se ubique la sede social de la empresa y miembros sénior de la agencia calificadora con experiencia en el análisis del riesgo de crédito.

- **Comunicación del *rating* al emisor y publicación:** se comunica el *rating* otorgado, y se exponen los motivos que lo fundamentan al emisor, que puede apelar la calificación antes de que se haga pública. En ese caso, se puede aportar información adicional que será analizada por el Comité y, en función de dicho análisis, se modificará la opinión o se mantendrá.

drá, emitiendo el *rating* definitivo que se hará público salvo que el emisor tenga facultades para impedirlo (si el emisor tiene derechos de publicación o cuando el *rating* se otorga por primera vez haciéndose público solo si el emisor así lo decide).

GRÁFICO 6. *Proceso de elaboración de una calificación crediticia.*



FUENTE: *Elaboración propia.*

A lo largo del proceso de *rating* descrito anteriormente, es muy importante asegurarse de que no existen limitaciones en el tiempo, aunque tampoco hay que dilatarlo innecesariamente. También hay que involucrar a la alta dirección, dado que son los mejores conocedores del funcionamiento de la empresa y en especial de los aspectos cualitativos relativos a la misma. Hay que asegurar que los analistas entienden la cultura de la empresa, y establecer una relación de confianza con los mismos, así como mantener una comunicación regular y ser lo más abierto posible ya que la confidencialidad está garantizada.

SEGUIMIENTO Y VIGILANCIA DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

El proceso del *rating* no se acaba cuando este se otorga y publica, sino que las agencias siguen estudiando la evolución del emisor y realizan un seguimiento de todos aquellos factores que puedan afectar al *rating*. Por esto podríamos considerar la última fase del proceso el **seguimiento y vigilancia** de la calificación concedida.

En general, las calificadoras dan seguimiento a todos aquellos acontecimientos que puedan afectar el riesgo crediticio de un emisor o de una emisión específica de deuda sobre la que han asignado una calificación. El objetivo es mantener la calificación actualizada, mediante la identificación de factores que puedan afectar a la calidad crediticia del emisor o emisión calificada, y que puedan resultar en un alza o una baja de la calificación. Estos factores son, por ejemplo, cambios en la estructura de capital, operaciones corporativas, cambios macroeconómicos, regulatorios o en los mercados de crédito. También se presta atención a nuevas tecnologías o aspectos de la competencia que puedan afectar a las ganancias del emisor o a sus ingresos proyectados.

La frecuencia y alcance del seguimiento depende por lo general de las consideraciones específicas de riesgo del emisor o emisión, o incluso para un grupo de entidades calificadas o emisiones de deuda, pero se suele revisar como mínimo una vez al año. En su seguimiento de las calificaciones, se organizan reuniones periódicas con el equipo gestor empresa en las que:

- Se informa a los analistas de la calificadora de cualquier cambio en los planes de la empresa.
- Se analizan los nuevos acontecimientos que podrían afectar sus expectativas previas de riesgo crediticio.
- Se identifican y evalúan los factores o supuestos que podrían afectar la opinión de la calificadora sobre la calidad crediticia del emisor.

Como resultado del seguimiento de que es objeto el emisor, en ocasiones sus nuevas condiciones requieren la reconsideración del *rating*, y por tanto la calificadora puede modificar la calificación de un emisor o emisión para mostrar su opinión sobre un nivel mayor o menor de riesgo crediticio relativo. Cuando esto ocurre, el analista principal lleva a cabo una revisión preliminar que puede desembocar en la inclusión del emisor en las Listas de Vigilancia.

En ese caso, se realiza un análisis más amplio que puede incluir una reunión con la dirección. El Comité hará una evaluación y tomará una decisión que puede consistir en un aumento, disminución o confirmación del *rating*. La decisión tomada se notificará al emisor (que puede apelar). Una vez finalizada la revisión, se da a conocer el *rating*.

El seguimiento y vigilancia del *rating* se seguirá realizando de manera perpetua, en el caso de un emisor, y durante la vida de la emisión.

LAS LISTAS DE VIGILANCIA

Con estas listas, se comunica a los inversores las entidades que pueden ver modificada su calificación próximamente al estar siendo objeto de revisión por la agencia de calificación. El objetivo es mantener a los inversores informados en todo momento de la calidad crediticia de las entidades calificadas. Cada agencia da un nombre distinto a las Listas de Vigilancia. Así, Standard & Poor's las denomina Credit Watch; Moody's, Watchlist, y Fitch, RatingAlert.

Pero no todos los cambios que realizan las agencias son precedidos por la inclusión en las listas, ni todas las empresas en revisión aparecen en ellas, ni tampoco el hecho de estar incluido en la lista quiere decir que el cambio de *rating* sea inevitable.

Las emisiones son colocadas en las listas cuando se produce o se espera que se produzca un acontecimiento que pueda afectar a la calidad crediticia del emisor, siendo entonces necesario disponer de información adicional para tomar una decisión al respecto.

Los *ratings* colocados bajo observación salen de la lista cuando se toma una decisión sobre su modificación o confirmación. El *rating* puede tomar cuatro posibles direcciones:

- Positiva: el *rating* puede ser subido.
- Negativa: el *rating* puede ser bajado.
- En desarrollo o *developing*: se utiliza en situaciones inusuales en las que el efecto de los sucesos es tan incierto que no se sabe si el *rating* va a ser subido, bajado o confirmado.
- Estable o *stable*: utilizado cuando el cambio en el *rating* es improbable. No quiere decir que la situación financiera del emisor permanezca estable.

POR QUÉ CAMBIAN LAS CALIFICACIONES

Las razones de los cambios en las calificaciones varían y pueden relacionarse en un sentido amplio con cambios generales en la economía o en el entorno de negocios, y más particularmente estar centrados en circunstancias que afectan a una industria, entidad o emisión de deuda específicas. En algunos casos, los cambios en el entorno de negocios pueden afectar al riesgo crediticio tanto de emisores como de emisiones. Por ejemplo, cambios en el ambiente competitivo o en tecnologías, más allá de lo que podría haberse esperado en las calificaciones originales, podría afectar la rentabilidad esperada de una empresa, lo que determinaría una o más bajadas de calificación.

También pueden generar cambios de calificación los aumentos o reducciones de deuda, fuertes requerimientos de inversión, y cambios regulatorios. Aunque algunos factores de riesgo tienden a afectar a todos los emisores, como por ejemplo el incremento de la inflación, otros aspectos pueden relacionarse con un grupo reducido de emisores y emisiones de deuda.

Por ejemplo, la calidad crediticia de un estado o municipio puede verse afectada por cambios demográficos o por menores ingresos de los contribuyentes, lo que reduce los ingresos fiscales y la capacidad de repagar deuda.

Los cambios de calificación pueden influir en la percepción que tiene el mercado respecto de un emisor o emisión de deuda en particular. En ocasiones, una bajada de calificación puede modificar la percepción del mercado sobre el riesgo crediticio de un instrumento de deuda, lo que puede conducir a un incremento en su precio. Aunque los cambios en las calificaciones podrían afectar la

percepción del inversor, las calificaciones crediticias constituyen solamente uno de los factores que el mercado debe considerar cuando evalúa instrumentos de deuda.

2.3.2. Factores analizados durante el proceso de rating

En la elaboración de un *rating* no solo se analiza de forma aislada al emisor, sino que también se tienen en cuenta otros aspectos como el riesgo sectorial o el riesgo soberano. Las agencias de *rating* califican emisores de naturaleza muy diferente, como por ejemplo ayuntamientos, comunidades autónomas, Estados, entidades financieras, corporaciones..., por lo que los factores determinantes del *rating* varían en función del tipo de emisor de que se trate. En términos generales, podemos dividir los factores determinantes del *rating* en dos bloques: variables relacionadas con el ámbito en que la entidad opera y variables relacionadas con la propia entidad objeto de análisis.

VARIABLES RELACIONADAS CON EL ENTORNO

Se trata de todas aquellas variables externas a la empresa que influyen en su actividad y resultados, y que por tanto pueden afectar a su calidad crediticia. Vamos a considerar las dos más determinantes, como son el riesgo soberano y el riesgo sectorial y del entorno económico.

- **Riesgo soberano:** es el riesgo de incumplimiento de un deudor soberano, o de entidades garantizadas por ellos. El impago de la deuda soberana puede producirse por la falta de ingresos públicos, por la carencia o insuficiencia de divisas, o porque el gobierno carezca de voluntad de pago por factores políticos de diversa índole.

Constituye una consideración clave en la evaluación de la calidad crediticia de las instituciones financieras y corporaciones debido a que las actuaciones de un gobierno nacional pueden afectar el entorno financiero y operativo de las entidades bajo su jurisdicción. Históricamente, se ha podido comprobar que los incumplimientos de pago de deudores de buena calidad crediticia pueden resultar de incumplimientos de pago soberanos o indirectamente del deterioro del entorno operativo local o del marco regulatorio que suele acompañar a un incumplimiento soberano.

Conviene matizar que el riesgo soberano no es sinónimo de riesgo país, sino que es un componente del mismo. El riesgo país es un concepto muy amplio que puede definirse como el riesgo que aparece respecto a cualquier deudor en la actividad prestamista internacional causada por acontecimientos que están en parte, bajo el control del gobierno del país de que se trate, no bajo el control de empresas privadas. Para su obtención se estudian aspectos como la situación política y macroeconómica, la estructura económica, el sector financiero y el sector exterior. En definitiva, es el riesgo de materialización de pérdidas como consecuencia del contexto político y económico de un país.

Según Standard & Poor's, dos elementos clave forman la base de la evaluación del efecto del riesgo soberano sobre la calidad crediticia de un emisor o una emisión de deuda:

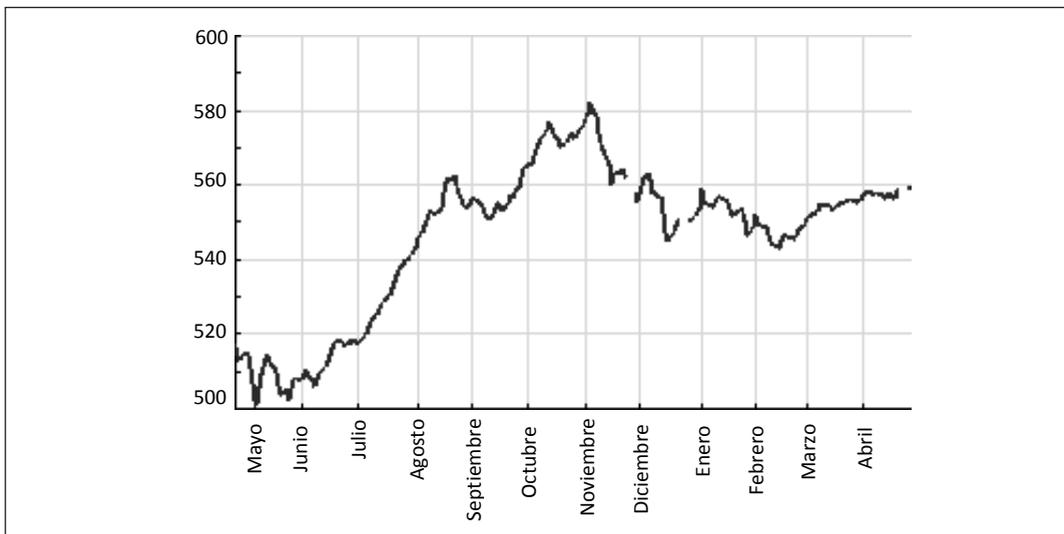
- El entorno económico, de negocios y social que influyen tanto en la propia calificación del gobierno como en las calificaciones de los emisores establecidos en dicho país.
- La forma en que un gobierno puede afectar directa o indirectamente la capacidad de una entidad de cumplir con sus obligaciones de deuda en el exterior, aun si dicha entidad cuenta con suficientes fondos disponibles para el cumplimiento de sus obligaciones.

El riesgo de impago del país se puede medir a través de dos herramientas muy valiosas para las agencias de *rating*:

- **El *spread* soberano:** o diferencial del tipo de interés de la deuda soberana en dólares con respecto al tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años, medido por el índice EMBI (*Emerging Market Bond Index*) de JP Morgan Chase. El índice EMBI+ comenzó a publicarse en julio de 1995, con el objetivo de crear una referencia que reflejara los rendimientos de una cartera de deuda de mercados emergentes. En total, el índice está compuesto por 107 instrumentos de 16 países.

En el **gráfico 7**, vemos la evolución del EMBI+ a lo largo del último año, es decir, de abril de 2010 a abril de 2011. Podemos comprobar el repunte especialmente significativo que se produce de julio a noviembre de 2010, en que el *spread* con respecto a la deuda estadounidense aumenta considerablemente hasta alcanzar los 580 puntos básicos.

GRÁFICO 7. Evolución del índice EMBI+ de abril de 2010 a abril de 2011.



FUENTE: JP Morgan.

Una versión ampliada del EMBI+ es el índice EMBI Global de JP Morgan, que para ser plenamente representativo de los países emergentes en general cubre una gama más amplia de valores de deuda y un mayor número de países, que son los de renta baja o media según el Banco Mundial. En concreto, el EMBI Global incluye 27 países, que son los del EMBI+ más países como Polonia, Malasia, Nigeria, China, Marruecos, Argelia o Chile.

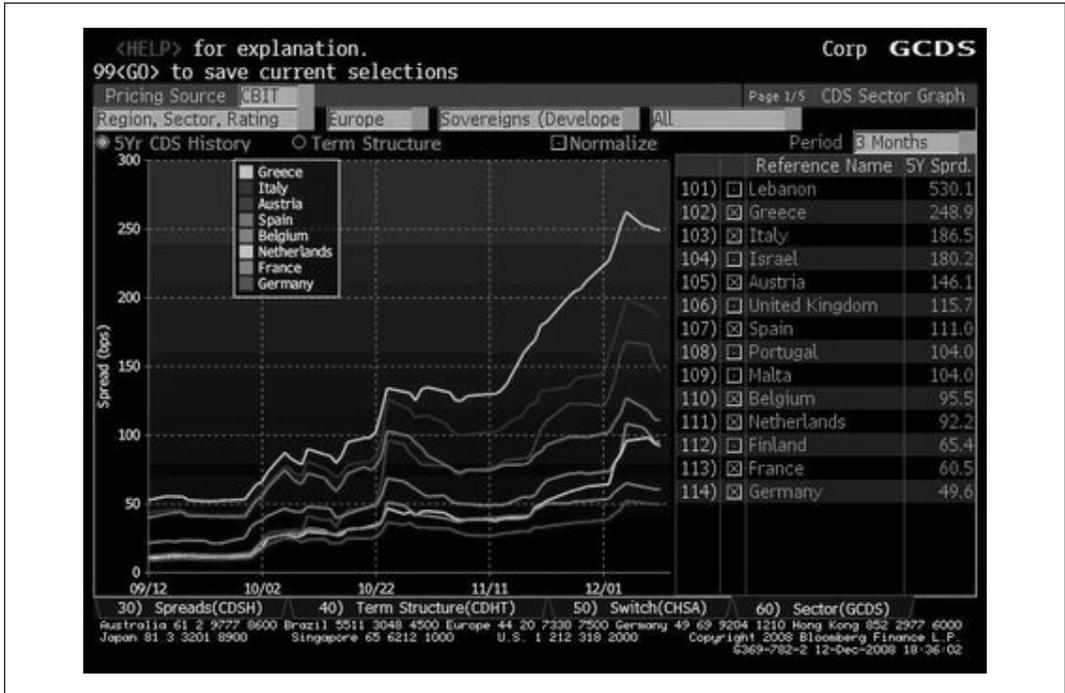
Tanto el EMBI como el EMBI+ han perdido algo de relevancia como indicadores de riesgo de los países emergentes, por lo que en 2005 JP Morgan añadió el Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) a su familia de índices de mercados emergentes. Este índice permite el seguimiento de la deuda soberana en moneda local de 19 países emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Eslovaquia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

- **El *spread* del CDS:** el CDS (Credit Default Swap) es un derivado financiero que permite transferir el riesgo de crédito. Se trata de un contrato bilateral OTC (Over The Counter) mediante el cual el comprador de protección transfiere al vendedor de protección el riesgo de que se produzca un «evento de crédito» especificado en el contrato, como quiebra, impago, reestructuración, incumplimiento de obligaciones, etc., por parte de una empresa o emisor soberano (la entidad de referencia del contrato). El comprador de protección paga una prima periódica sobre el nominal, expresada normalmente en tipo anualizado, que se denomina *spread*, hasta el vencimiento del contrato o hasta que se produzca, en su caso, el evento de crédito del que protege el contrato.

Al tratarse de un contrato que permite cubrir el riesgo de crédito, la cuantía de la prima de los CDS proporciona información sobre la calidad crediticia de las entidades de referencia. Los aumentos de los *spreads* indican aumentos del riesgo, mientras que los descensos indican disminución del riesgo.

En el **gráfico 8**, la pantalla de Bloomberg nos muestra el momento en que varios países europeos (Grecia, Italia, Austria, España, Bélgica, Holanda, Francia y Alemania) entran en recesión a finales de 2008 tras la quiebra (y posterior nacionalización en algunos casos) de Lehman Brothers, Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, y un largo etcétera de grandes bancos de inversión e instituciones financieras. El deterioro en sus economías se puede comprobar con el incremento del *spread* que muestra la pantalla: el aumento del precio pagado por los seguros contra el riesgo de impago es una señal inequívoca en el mercado de la probabilidad de que el emisor entre en *default*, es decir, no cumpla.

GRÁFICO 8. Evolución del spread a 5 años de diferentes países europeos al inicio de la crisis.



FUENTE: Bloomberg

- **El riesgo sectorial y del entorno económico:** el análisis de la industria supone una segunda limitación a la calificación máxima de un emisor, siendo la primera el riesgo soberano.

Se evalúan aspectos como la importancia de la industria en el entorno económico, considerando además la probabilidad de intervención del Estado en caso de crisis, el carácter más o menos cíclico del sector (estudiando la madurez de la industria y las expectativas de crecimiento), tendencias de la oferta y demanda tanto a nivel nacional como internacional, el impacto de la regulación en la estrategia competitiva de la empresa, la existencia de barreras de entrada a nuevos competidores, la vulnerabilidad frente a cambios en la tecnología, posibles problemas con relación a las materias primas y las consecuencias de la política monetaria internacional sobre los tipos de cambio y la forma en que pueden afectar a los márgenes operativos de la industria.

VARIABLES RELACIONADAS CON LA PROPIA ENTIDAD CALIFICADA

Con respecto a estas variables, las agencias de *rating* utilizan la metodología americana, que supone estudiar tanto aspectos cuantitativos como cualitativos.

Aspectos cuantitativos: son principalmente variables económico-financieras como la posición competitiva del emisor, su solidez financiera, estructura accionarial y las características de la emisión.

En primer lugar, respecto a la posición competitiva, se analizan principalmente su cuota de mercado, las expectativas de crecimiento de los beneficios, la diversificación geográfica y por línea de negocio, la estructura de costes, la red de distribución, la relación con clientes y proveedores, la orientación estratégica de la empresa, así como la flexibilidad ante cambios en el entorno o de carácter cíclico.

Con respecto a la solidez financiera, se estudian en profundidad los estados financieros y contables del emisor, analizando el resultado operativo, ratio de cobertura de gastos financieros, flexibilidad financiera, rentabilidad, generación de fondos, volumen y naturaleza del capital y de las reservas...

Otro factor a analizar es la estructura accionarial, ya que generalmente la composición del accionariado y la relación con el mismo constituyen elementos muy importantes del proceso de calificación. También se estudia la aplicación del resultado obtenido y la distribución de beneficios.

Por último, la documentación de la emisión es estudiada para entender sus características particulares. Las más analizadas, por su especial relevancia, son:

- Términos y condiciones de la emisión, así como su estructura legal.
- La prioridad (*seniority*) de la emisión respecto de otras emisiones de deuda vivas del emisor y la prioridad de repago en caso de incumplimiento.
- La existencia de respaldo externo o garantías crediticias, como hipotecas, garantías, seguros y garantías respaldadas con activos (colateral). Estas protecciones pueden ofrecer un límite a los riesgos crediticios potenciales asociados a una emisión.

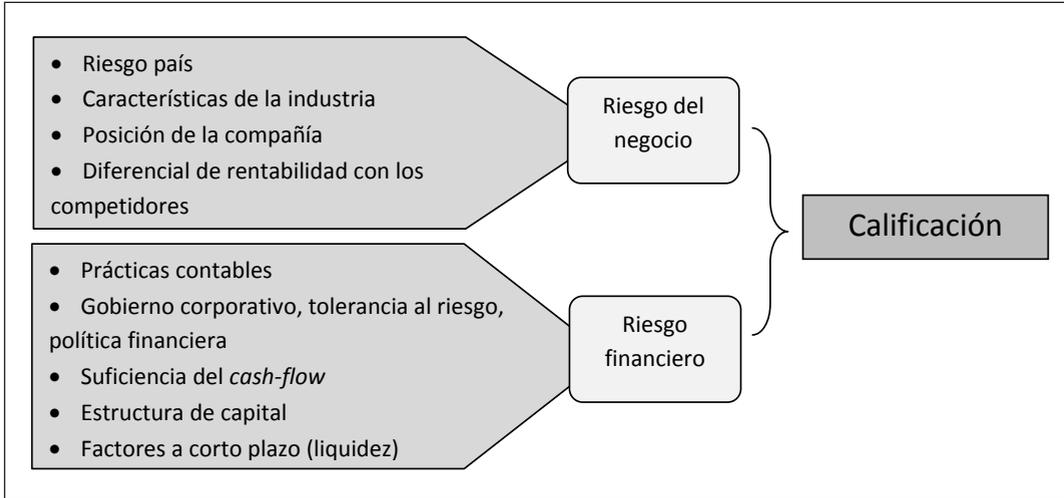
Aspectos cualitativos: fundamentalmente la calidad de la dirección. Las agencias calificadoras consideran que la información contable por sí sola no es capaz de proporcionar a los analistas información acerca de si la empresa puede hacer frente a sus obligaciones de pago en tiempo y forma, sino que también se tiene que tener en cuenta la capacidad de la dirección para hacer frente a sucesos futuros.

La calidad de la dirección es un factor difícil de cuantificar, pero muy importante en la calificación ya que la capacidad de los directivos de reaccionar de forma adecuada ante imprevistos puede asegurar la supervivencia de la empresa.

A este respecto, se estudian aspectos como la dirección estratégica, la filosofía a la hora de invertir, el historial de reacciones frente a sucesos imprevistos, el equilibrio entre planificación a corto y largo plazo, la desviación entre los resultados proyectados y los finalmente logrados, la relación entre la estructura organizativa y las estrategias de dirección, la composición de los principales órganos ejecutivos, la existencia de sistemas de control, aspectos de Responsabilidad Social Corporativa y Gobierno Corporativo...

Los **factores de riesgo** analizados por las agencias calificadoras también se pueden dividir según afecten al negocio de que se trate o propiamente al emisor. Según esto, el **gráfico 9** muestra algunos ejemplos de factores de riesgo.

GRÁFICO 9. Factores de riesgo analizados por las calificadoras.



FUENTE: *Standard & Poor's*.

2.4. Financiación de las agencias de *rating*

Prácticamente la totalidad de calificadoras crediticias comenzaron a cobrar por el servicio que prestaban a mediados de los años setenta. Esta remuneración la obtienen a través de dos vías:

- **Remuneración por el emisor** que solicita la calificación: en este caso, las calificadoras aplican honorarios a los emisores a cambio de entregarles una opinión sobre la calificación. Al realizar su análisis, las agencias utilizan información de los emisores que puede no estar disponible para el público y la incorporan en su opinión de calificación. Dado que la calificadoras no depende exclusivamente de los suscriptores para obtener sus ingresos, puede publicar extensivamente sus calificaciones al público de manera gratuita.
- **Remuneración de los suscriptores** que reciben las calificaciones y los análisis que las soportan: las calificadoras que utilizan un modelo de suscripción, cargan una cuota a todos aquellos participantes del mercado por el acceso a sus calificaciones.

El modelo de financiación de las agencias de *rating* es bastante polémico ya que suscita un claro conflicto de interés: las entidades que pagan por la calificación, bien sean emisores o inverso-

res, pueden tratar de influir en la opinión de la agencia. Además, las agencias que utilicen el modelo de suscripción podrían tener un acceso limitado a información clave de los emisores, que no estarían obligados a facilitársela, siendo su conocimiento de vital importancia.

Por otro lado, las calificaciones solamente están disponibles para los inversores que pagan por las mismas, mayoritariamente inversores institucionales, lo cual excluye a otro tipo de inversores, incluidos los individuales.

Para tratar de limitar el conflicto de interés planteado en el caso de calificaciones pagadas por el emisor, se han establecido ciertas medidas, como son la separación de funciones entre quienes negocian los términos de los contratos y el equipo de analistas asignado, y la intervención del Comité de *Rating*, que limita la influencia que cualquier analista individual pudiera tener sobre la opinión final de *rating* ya que las decisiones son tomadas por el Comité tras realizar una votación, y no por un analista individual. El papel del Comité es principalmente revisar y evaluar la recomendación del analista responsable del equipo asignado, así como proporcionar perspectivas adicionales y controles respecto del seguimiento y vigilancia de una calificación ya otorgada.

3. CONTROVERSIA EN LA ACTUALIDAD

3.1. Crisis *subprime*

La crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo es la principal responsable del debate sobre el papel que juegan las agencias de *rating* en los mercados financieros internacionales.

Esta crisis se inició en Estados Unidos en la primavera de 2007, cuando se produjo un incremento en el número de impagos de las hipotecas *subprime*, así como un descenso en el precio de los activos inmobiliarios. En consecuencia, el valor de los instrumentos relacionados con la titulización del mercado hipotecario disminuyó considerablemente, produciendo importantes pérdidas a las entidades que habían invertido en ellos. Pero el problema se agrava al vender gran parte de esas emisiones de titulización de Estados Unidos en los mercados internacionales, provocando así el contagio de la crisis hipotecaria en la práctica totalidad de países desarrollados. A grandes rasgos, las consecuencias más importantes de esta crisis son:

- Drástica reducción del volumen de contratación en el mercado interbancario.
- Reducción de la liquidez en los mercados primarios de renta fija, especialmente en el segmento de los productos estructurados.
- Un aumento significativo de los *spreads* de crédito que pagan las entidades de crédito.
- El denominado *credit crunch*: importante reducción del crédito, que ha afectado tanto a entidades financieras, como a empresas y particulares, limitando el acceso a la financiación ajena.

Los segmentos de emisión y negociación de productos estructurados de crédito son los más afectados por la crisis, al ser la gran mayoría de estos productos titulizaciones respaldadas por hipotecas (Mortgage Backed Securities, en adelante MBS) o incluso titulizaciones respaldadas a su vez por bonos de titulización MBS (CDO –Collateralized Debt Obligation– de MBS). La caída de los precios de los inmuebles en Estados Unidos y el incremento de la morosidad provocaron un significativo aumento en el riesgo de crédito que el mercado percibe para dichos productos.

Este incremento en el riesgo de crédito no se debe solo al deterioro de las hipotecas que lo respaldan, sino que también hay que tener en cuenta que estos productos derivados se crearon sobre tres hipótesis:

- Los datos sobre los prestatarios de las hipotecas que respaldaban los bonos reflejan fielmente su capacidad crediticia.
- Las predicciones de los modelos matemáticos que sirvieron para valorar y diseñar las estructuras representaban fielmente la realidad.
- Las agencias de *rating* realizaban correctamente su labor.

En este contexto, se produjeron descensos en los *ratings* tanto del segmento *prime* como del *subprime*, y en muchas ocasiones no se trataba de un solo *notch*, sino de dos o incluso más.

Aunque los descensos se han producido en ambos sectores, hay diferencias significativas entre ambos, lo que pone de manifiesto la mala calidad de la información relativa a los activos subyacentes que respaldaban las emisiones y las valoraciones poco ajustadas a la realidad que realizaban los modelos matemáticos utilizados por las agencias de *rating*. Esto ha influido de manera considerable en la volatilidad que ha habido en estas calificaciones.

La crisis hipotecaria, que ha terminado contagiándose a nivel mundial y a todos los sectores, ha puesto en evidencia a las agencias de *rating*, cuyos modelos de valoración no fueron lo suficientemente sofisticados frente a los complejos productos estructurados que sirvieron de vehículos para colocar hipotecas de alto riesgo en los mercados. Solo así se explica que las hipotecas *subprime* o «basura» contaran con la máxima calificación crediticia poco antes de colapsar los mercados.

Este fallo de prevención y evaluación del riesgo que suponían estos instrumentos ha puesto a las calificadoras en el punto de mira, siendo objeto de críticas y debates sobre una más que probable reforma de la industria de calificación crediticia.

3.2. Contenido informativo del *rating* y su efecto desestabilizador en las economías

El contenido informativo del *rating* se puede comprobar analizando la reacción del mercado ante cambios o anuncios de cambios en el mismo. Normalmente, si la reacción se produce antes del anuncio de cambio de *rating*, significa que el mercado ya lo había descontado y el precio de la emisión ya ha sido ajustado, por lo que cuando finalmente se realiza el anuncio no se produce variación alguna ya que no se estaría proporcionando información nueva al mercado.

En cambio, si la reacción del mercado tiene lugar después del anuncio, significa que el anuncio o el nuevo *rating* están transmitiendo información nueva para el mercado.

No hay que olvidar que el *rating* se elabora tanto con información pública como con información confidencial que solo conocen la empresa emisora y la calificadora, por lo que cualquier cambio en el mismo debería proporcionar al mercado una información más completa que la que ya posee.

En general, si el anuncio supone una bajada del *rating* actual, la reacción del mercado debería ser negativa, mientras que si el cambio supone una mejor calificación que la actual, el mercado debería reaccionar de forma positiva.

Fundamentalmente, las reacciones en el mercado se producen tanto por cambios o anuncios de cambios en un *rating* como por la inclusión de una calificación en una Lista de Vigilancia.

Por lo general, el mercado reacciona de forma más significativa ante bajadas de *rating* que ante subidas. La reacción es más importante cuando se producen cambios de categoría o cuando la disminución supone pasar del Grado de Inversión al Grado Especulativo. En cambio, las subidas de *rating* no producen prácticamente reacción alguna salvo que dicho cambio suponga pasar al Grado de Inversión.

Con respecto a la inclusión en una Lista de Vigilancia, los precios sufren una reacción significativa cuando la empresa se coloca en la Lista para una posible bajada del *rating*. En cambio, esta reacción es muy débil e incluso prácticamente inexistente cuando se coloca para una posible subida en la calificación.

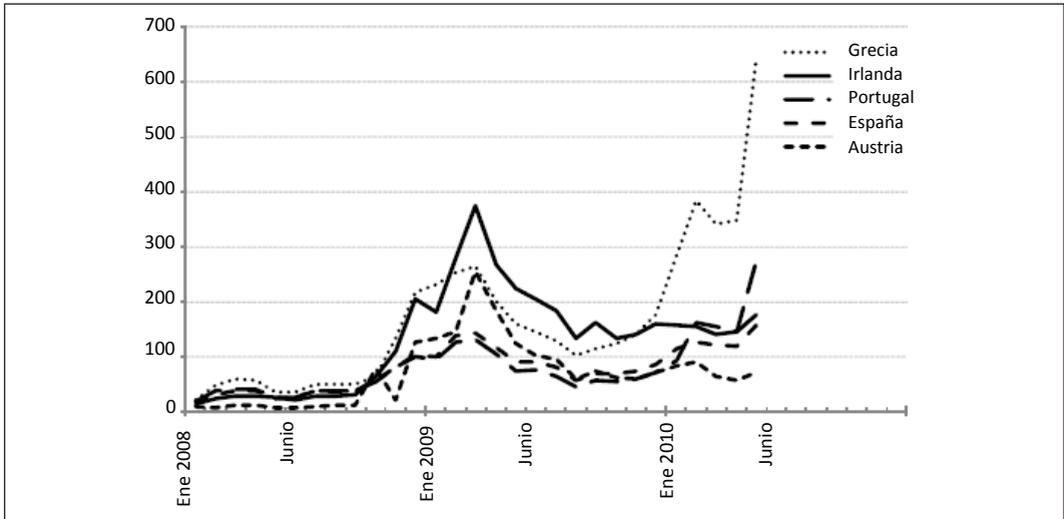
No obstante, la inclusión en una Lista de Vigilancia puede ser una señal algo errónea ya que no significa la necesaria disminución en el *rating* sino que en ocasiones este es confirmado.

Si nos centramos en el mercado de Deuda Soberana, en los últimos años hemos podido comprobar cómo ante un anuncio de una bajada de *rating* por parte de una agencia calificadora, la volatilidad en los mercados incrementaba muy significativamente, afectando de forma especial a aquellos países que, a priori, pueden encontrarse en una peor situación como ha sido el caso de Grecia, Irlanda, Portugal y España.

El Fondo Monetario Internacional advierte en su informe «Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers» de que la decisión de una agencia de rebajar el *rating* a un país contribuye a incrementar la inestabilidad financiera no solo del propio país, sino que el efecto contagio hace que la inestabilidad se extienda a través de los mercados y de los países. La magnitud de este efecto contagio depende de varios factores, como son la naturaleza del anuncio, el país al que se le aplica la rebaja y la agencia de *rating* que realiza el anuncio.

Incluso, está demostrado que las bajadas a *ratings* cercanos al Grado Especulativo en economías relativamente importantes provocan contagios a lo largo de prácticamente todos los países de la zona euro. Es el caso de Grecia cuando Fitch bajó su *rating* de A- a BBB+ en diciembre de 2009: en el **gráfico 10**, podemos ver como el *spread* del CDS sobre la deuda griega se dispara tras el anuncio, aumentando también en el resto de países considerados aunque de forma mucho menos violenta.

GRÁFICO 10. Spread del CDS de diversos países europeos de 2008 a 2010 (en puntos básicos).



FUENTE: FMI.

Uno de los canales por los que puede producirse este contagio es la deuda pública en mano de bancos extranjeros. Una disminución en el *rating* de la deuda soberana de un país puede afectar a la rentabilidad de los bancos que han comprado sus bonos. Este es el caso de Europa, donde los bancos participan muy activamente en las subastas de deuda pública europea.

Otra vía de contagio son las participaciones cruzadas entre bancos, lo que hace que unos queden expuestos a los riesgos de otros y viceversa.

Tampoco hay que olvidar la importancia que tiene el momento en que se realiza el anuncio, ya que en ocasiones se han realizado con carácter previo a una subasta, o como el 10 de marzo, cuando Moody's rebajó la nota de España argumentando que el coste de la capitalización del sector financiero sería de 40.000 millones de euros, sin tener en cuenta que, solo unas horas después, el Banco de España haría público un informe que situaba dicha necesidad de capital en 15.000 millones de euros.

El hecho de bajar un *rating* horas antes de una intervención clave de la principal autoridad financiera provocó la caída de la Bolsa española, así como la indignación de la clase política, financiera y de la ciudadanía.

Tanto es así que la Audiencia Nacional ha abierto diligencias contra las agencias de *rating* para investigar si las grandes calificadoras han cometido los delitos que les atribuye la querrela presentada por «alterar el precio de las casas en beneficio propio y en perjuicio del erario público y de los ahorradores.»

Las agencias calificadoras han evitado pronunciarse públicamente, pero se han visto obligadas a defenderse en los tribunales de Estados Unidos y Alemania, donde suman ya al menos cuatro casos

abiertos similares al de España. En todos ellos argumentan que sus informes son meras opiniones que deben quedar al amparo de la libertad de expresión.

En todos estos casos, la intención es tratar de poner coto a la impunidad con que actúan las grandes agencias de calificación.

3.3. Regulación de las agencias de *rating*

Los mercados financieros han cambiado radicalmente en los últimos años, volviéndose más globales, con productos más complejos y sofisticados, e interdependientes. Por otra parte, la crisis financiera ha desatado una serie de dudas sobre la regulación del sistema financiero en general, y más particularmente sobre la regulación de las agencias de *rating*.

La actual estructura regulatoria refleja la fragmentación que ha caracterizado a los mercados desde principios del siglo pasado, cuando las entidades financieras realizaban actividades claramente diferenciadas. En cambio en la actualidad, la gran parte de los productos financieros han convergido, y se han desarrollado productos que se encuentran fuera de la regulación existente.

Por todo esto, las agencias de *rating* necesitan una especial supervisión y regulación, al operar en un sector de vital importancia que vela por la estabilidad de las finanzas internacionales.

En adición, hay dos rasgos básicos de la industria de calificación crediticia que hacen que sea especialmente susceptible de una mayor regulación. Estos rasgos son:

- **Escasa competencia en el sector:** la industria del *rating* está excesivamente concentrada a escala internacional. De hecho, se trata de un oligopolio natural, en el que tan solo tres agencias dominan un mercado que cuenta con unas fuertes barreras a la entrada y en el que la reputación juega un papel fundamental.

Esto conlleva a que los honorarios de las empresas calificadoras estén por encima del nivel en que se encontrarían de haber un número mayor de competidores. La demanda en este mercado es inelástica, ya que un emisor debe pagar el precio requerido por la agencia si quiere obtener un *rating*, lo cual es requisito indispensable para acceder a determinados mercados.

Por otro lado, al tratarse de una industria madura en el que las empresas cuentan con un gran poder de mercado, no se realiza toda la innovación en materia de metodologías de valoración que sería deseable. Esto, en un sector en continua evolución como es el financiero, en el que se desarrollan productos financieros altamente sofisticados y complejos, constituye un problema que solo se puede solventar si las empresas más reputadas y con una mayor cuota de mercado encuentran los incentivos necesarios para desarrollar nuevos métodos de valoración más ajustados a las cambiantes necesidades del mercado financiero actual.

El hecho de que haya tan poca competencia hace que se produzcan **comportamientos de abuso de poder** por parte de las agencias de *rating*, como son:

- **Emisión de *ratings* no solicitados**, descrita con anterioridad en el apartado primero del epígrafe 2, pero que básicamente consiste en que la agencia calificadora, utilizando únicamente la información pública disponible, calcula un *rating* para un emisor. Este *rating*, al contar con información limitada, generalmente es peor que el obtenido si se contase con información completa, por lo que se utiliza como medida de presión para que la empresa termine contratando los servicios de la calificadora.
- ***Notching punitivo***, que consiste en la bajada sistemática de los bonos de finanzas estructuradas que se usan en el activo de una nueva estructura si previamente no han sido calificados por la misma agencia que se encarga de calificar de la nueva estructura. Así se fuerza a los emisores a calificar todas sus estructuras con la misma agencia.
- **Venta en lotes**, mediante el cual la agencia solo emite un *rating* de una emisión si el emisor se compromete a calificar con la misma agencia nuevas emisiones.

Como consecuencia de lo anteriormente descrito, algunos gobiernos europeos se han pronunciado sobre la necesidad de reforzar la competencia en el sector, así como de regular aspectos clave de su funcionamiento.

- **La regulación basada en *ratings***: el objetivo primordial que se persigue cuando se utilizan los *ratings* en la regulación del sistema financiero es la protección del inversor minorista, tratando de que no invierta en productos que superan un riesgo de crédito determinado. Este umbral lo delimita el grado de inversión de las escalas de calificación crediticia, es decir, los valores comprendidos entre AAA y BBB– en el caso de Standard & Poor's y Fitch y Aaa y Baa3 para Moody's.

Uno de los principales objetivos de la regulación financiera es mantener la estabilidad de los mercados, para lo cual es fundamental vigilar la solvencia de las entidades. Los *ratings* son un elemento clave en la determinación del capital regulatorio (también llamado capital económico) exigido a las entidades financieras. A este respecto hay que mencionar el Acuerdo de Basilea II y especialmente Basilea III, en el que se endurecen los requerimientos de capital, en especial del capital regulatorio, de las entidades financieras a fin de asegurar su solvencia y minimizar el riesgo de crédito. En el caso del Acuerdo de Basilea II, firmado en junio de 2004, se introdujo la posibilidad de medir el riesgo de los préstamos que conceden las entidades de crédito a través del *rating*, lo cual supuso un claro ejemplo de la utilización de calificaciones crediticias con fines regulatorios.

Así, a una entidad con una cantidad mayor de activos expuestos al riesgo, y por tanto con *ratings* más bajos, se le exigirá un mayor capital regulatorio que a otra entidad que cuya cantidad de activos ponderados expuestos sea menor.

Pero por otro lado, la regulación excesivamente basada en *ratings* hace que, a largo plazo, su calidad se vea perjudicada ya que el sistema utilizado para designar calificadoras como válidas para emitir *ratings* regulatorios hace que las nuevas agencias que intentan entrar en el mercado necesiten largos periodos de tiempo hasta ser reconocidas, lo que actúa como una barrera de entrada más a un sector que realmente es un oligopolio. Esta pérdida de potenciales competidores hace que la presión competitiva sea menor, y en consecuencia los incenti-

vos para desarrollar nuevas metodologías de valoración, en definitiva, los incentivos a la innovación, sean muy escasos lo que se traduce en una menor calidad de los *ratings* emitidos.

En función de los motivos anteriormente descritos, y sin olvidar que es un sector de especial relevancia para la estabilidad y el adecuado desarrollo de los mercados financieros, la industria de calificación crediticia debe ser objeto de una regulación y supervisión especiales por parte de organismos reguladores tanto nacionales como supranacionales.

3.3.1. La regulación de las agencias de rating en Europa

El Parlamento de la Unión Europea requirió en el año 2004 a la Comisión Europea una resolución sobre la regulación de las agencias de *rating*, en la que se clarificase su situación regulatoria indicando si deberían ser reguladas externamente o no. A su vez, la Comisión remitió el estudio al antiguo CESR (Committee of European Securities Regulators, que desde el 1 de enero de 2011 se ha reorganizado bajo el nombre de ESMA), que finalmente emitió un informe técnico a la Comisión en el que, al contrario que el Parlamento Europeo que optaba por la regulación directa de las agencias, abogaba por la autorregulación, esto es, una solución no legislativa. Así, la Unión Europea adoptó el Código de Conducta del IOSCO que se detallará más adelante.

No obstante, a pesar de ese acuerdo de mínimos, algunos países europeos optaron por una regulación más estricta, como Francia con la Loi de Sécurité Financière de 2003, y España con la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria. Estas leyes remiten al regulador nacional: la AMF (Autorité des Marchés Financiers) para Francia y la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en el caso de España.

En Europa, también hay un sistema de registro de agencias autorizadas para la emisión de *ratings* regulatorios muy similar al de agencias NRSRO estadounidenses descrito anteriormente. Así, la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 establece las normas perceptivas para que las calificaciones emitidas por las agencias sean válidas para usos regulatorios. Estas agencias son denominadas ECAI (External Credit Assessment Institutions).

En este caso, el proceso de registro se lleva a cabo en cada país por la autoridad competente en materia de regulación bancaria y servicios de inversión (en España el Banco de España y la CNMV). Los requerimientos de registro son, al igual que en el caso de las agencias NRSRO, de carácter cualitativo y muy genéricos: la agencia debe ser objetiva e independiente, así como transparente respecto a la metodología utilizada. Con respecto a los *ratings* emitidos por estas agencias, deben considerarse fiables y creíbles por sus usuarios, y gozar de reconocimiento en el mercado.

También son determinantes aspectos como la cuota de mercado con la que cuenta la calificadora, los ingresos generados y utilización por parte del mercado de las calificaciones emitidas.

Otro rasgo que comparte el sistema europeo de registro con el estadounidense es que, una vez que la agencia es designada ECAI, es muy difícil que pierda esta condición.

En definitiva, la Unión Europea optó por la autorregulación de la industria de calificación crediticia (en línea con el Código de Conducta del IOSCO), aunque son constantes los esfuerzos por reformar la regulación de las agencias calificadoras, así como por establecer una base de mínimos en esta materia. A este respecto hay que mencionar la labor del ESMA (European Securities and Markets Authority), autoridad financiera europea e independiente que vela por la estabilidad del sistema financiero de la Unión. El ESMA aboga por una convergencia en la supervisión del mercado financiero.

3.3.2. La regulación de las agencias de rating en Estados Unidos

A diferencia de Europa, en Estados Unidos la utilización de *ratings* con carácter regulatorio es una práctica muy extendida desde el comienzo de la industria en los años treinta, con el objeto de proteger a los inversores minoritarios en productos de inversión colectiva (fundamentalmente fondos de pensiones e Instituciones de Inversión Colectiva). Así surgió la denominación de Grado de Inversión, ya que BBB- (o Baa3) era el *rating* mínimo que podía tener un producto para ser susceptible de inversión por entidades de crédito.

Posteriormente, en 1975, la SEC instauró el sistema de registro NRSRO detallado anteriormente en el epígrafe 2.2, mediante el cual únicamente las agencias NRSRO podían emitir *ratings* con carácter regulatorio. Los criterios empleados para obtener el registro eran muy poco transparentes, lo cual trajo consigo una segmentación de la industria de *rating* mayor si cabe que la ya existente. Consecuencia de la Ley Sox (Sarbanes-Oxley de 2002), en 2006 se dictó la Credit Rating Agency Reform Act, que cambió radicalmente el método de registro por la SEC y optó por una supervisión directa de las agencias, alejándose así de la propuesta del IOSCO.

3.3.3. El Código de Conducta del IOSCO

El IOSCO (International Organization of Securities Commissions) se creó en 1983 con el objetivo de lograr una cooperación global en materia de mercados de valores, estableciendo estándares y regulaciones de aplicación internacional.

En 2004 publicó el «Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies», más conocido como «Código IOSCO», a raíz de los debates sobre las agencias calificadoras y su regulación surgidos como consecuencia de escándalos financieros como los protagonizados por Enron y Parmalat.

El documento refleja una visión global y armonizada de los mecanismos específicos que las agencias de calificación podrán utilizar con el objetivo de proteger su independencia analítica, eliminar o gestionar conflictos de interés y ayudarles a preservar la confidencialidad de determinadas informaciones compartidas con los emisores. También se pretende asegurar la calidad e integridad de los procesos de obtención de *ratings*, así como lograr que las agencias asuman su innegable responsabilidad ante los inversores, procurando la transparencia en procesos y metodologías.

No se trata de un código obligatorio para todas las agencias de calificación, sino de una serie de medidas que el IOSCO pensó que se debían incorporar a los códigos individuales de cada agencia.

Otro aspecto importante del Código es el mecanismo previsto de difusión de información: con el fin de promover la transparencia y mejorar la capacidad de los participantes en el mercado y de las autoridades de supervisión, las agencias de calificación debían informar de la incorporación en sus propios códigos de conducta de cada uno de los principios recogidos en el documento de IOSCO, debiendo, en caso contrario, publicar los motivos.

Una de las principales ventajas del Código es que es lo suficientemente flexible para que pueda ser adoptado por las agencias de calificación de riesgos teniendo en cuenta las diferencias entre los distintos países y sus legislaciones.

3.4. Principios del FSB para reducir la dependencia de las calificaciones

El Financial Stability Board (en adelante FSB) es el organismo sucesor del Financial Stability Forum, cuya finalidad es promover la estabilidad financiera internacional a través del aumento del intercambio de información y de la cooperación en la supervisión financiera.

En octubre de 2010 estableció una serie de principios con el objetivo de reducir la excesiva dependencia tanto de entidades como de mercados financieros internacionales, de las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de notación. También pretende incentivar la mejora de la capacidad de realizar evaluaciones independientes del riesgo crediticio tanto de emisores como de emisiones concretas, para así evitar el uso sistemático y masivo de los *ratings*.

Los principios son los siguientes:

I. Reducción de la dependencia de los *ratings* en estándares, leyes y regulaciones.

Los reguladores deberán examinar las referencias a los *ratings* en estándares, normas y regulaciones y, en lo posible, suprimir o sustituir los mismos por estándares alternativos convenientes de solvencia o capacidad crediticia. Para ello es necesario: identificar provisiones alternativas que puedan implementarse en condiciones de seguridad, buscar definiciones alternativas de calidad crediticia y que los participantes en los mercados aumenten su capacidad de gestión del riesgo para que esta resulte apropiada a las nuevas provisiones. La seguridad de este proceso exige sujeción a un periodo transitorio y a un calendario de implementación.

II. Reducción de la dependencia de los *ratings* en los mercados.

Los bancos, participantes en los mercados e inversores institucionales, deberán efectuar sus propias valoraciones del valor crediticio sin depender única o automáticamente de los *ratings*. Para ello, es necesario que estas entidades cuenten con los medios suficientes y experimentados para una valoración y gestión del riesgo al que se exponen; en este contexto podrían utilizar *ratings* de agencias como una información más a la hora de realizar sus propias valoraciones. Las firmas deberán difundir públicamente información acerca de la valoración y sus procesos incluyendo la dependencia o uso, en su caso, de los *ratings* de agencias. Los supervisores y reguladores deberán examinar cuidadosamente la adecuación de los procesos de valoración.

III. Aplicación de los principios básicos a concretas actividades de los mercados financieros.

A continuación se exponen principios específicos para áreas más particulares de las actividades del mercado financiero:

III.1. Operaciones de los bancos centrales.

Los bancos centrales deberán tener valoraciones propias de la solvencia crediticia de los instrumentos financieros que acepten en operaciones de mercados tanto como colaterales como en compras, y deberán evitar, en lo posible, depender de forma mecánica de los *ratings* de agencias de forma que, al modificarse uno varios *ratings* de agencias, no cambie también bruscamente el criterio de selección de instrumentos financieros y el porcentaje de recorte a aplicar en las valoraciones que pudiera exacerbar los efectos procíclicos del cambio de *rating*. Para ello, es necesario que apliquen medidas de control de riesgo (como adicionales recortes) a instrumentos financieros o garantías basadas en una valoración interna o a instrumentos que no han sido valorados internamente.

III.2. Supervisión prudencial de Bancos.

Los bancos no deberán depender de los *ratings* de las agencias para valorar la calidad crediticia de sus activos, para lo cual deberán tener la capacidad de llevar a cabo sus propias valoraciones del valor crediticio de los instrumentos a los que están expuestos, y deberán acreditar convenientemente dicha capacidad ante los supervisores; además, deberán informar al público de las valoraciones y de la proporción de su cartera que no ha sido sometido a valoración interna. Mientras algunos bancos continúen cumpliendo los requerimientos de capital basándose en *ratings* de agencias, estarán sometidos a procesos de supervisión en los que se aseguren del adecuado uso de los *ratings* por los gestores de riesgo del banco.

Si se trata de un banco de gran tamaño o más sofisticado, deberá ser capaz de valorar el riesgo de todos sus activos (adquiridos o en garantía) ya sean para inversión o para negociación para lo cual deberá aumentar su capacidad de valoración interna. Si se trata de un banco más pequeño o menos sofisticado, puede no contar con los medios para llevar a cabo valoraciones internas del crédito pero tampoco deberá depender sin más de los *ratings* de agencias realizando como mínimo una valoración global de su riesgo en el balance y, en todo caso, deberá informar públicamente de sus valoraciones.

III.3. Límites internos y políticas de gestores de inversiones e inversores institucionales.

Los gestores de inversión e inversores institucionales –incluyendo las distintas clases y niveles de sofisticación y, en todo caso, fondos del mercado monetario, fondos de pensiones, fondos de inversión colectiva, compañías de seguros y firmas de valores– tampoco deberán depender automáticamente de los *ratings* de agencias para valorar la capacidad crediticia de sus activos. Los *ratings* no pueden ser sustitutos de los deberes de valoración o auditoría interna (*due diligence*) si bien tienen un útil papel como punto de referencia o comparativo (*benchmark*). La regulación deberá incentivar el uso no mecánico de los *ratings* con medidas como: limitar la proporción de la cartera valorada exclusivamente con *ratings*, supervisar el proceso de valoración de riesgo de crédito, requerir a los consejos y directivos para que revisen periódicamente el uso de *ratings* o requerir información pública de las valoraciones internas y procedimientos incluyendo si se utilizan o no los *ratings* de agencias.

III.4. Requisitos de garantías o márgenes del sector privado.

Los participantes en los mercados y las centrales de contrapartida no podrán, a partir de cambios en los *ratings* de contrapartes o activos entregados como colaterales, solicitar más garantías; si bien la utilización de *ratings* puede ser útil como una referencia para determinar las garantías, las garantías iniciales y diarias se fijarán en base a los cambios de los precios de mercado en los derivados bilaterales, y los derivados estandarizados se liquidarán en una cámara de contrapartida central a la que se entregan las garantías sin necesidad de fijación de garantías bilaterales. Los supervisores deberán evitar que la política de garantías dependa en exceso de los *ratings* de agencias y que el uso de tales *ratings* pueda rebajar los requisitos legales de capital de los participantes en los mercados.

III.5. Requisitos de difusión de información para emisores de valores.

Los emisores deberán difundir información actual y de fácil comprensión para que los inversores puedan tomar sus propias e independientes decisiones de inversión y de valoración del riesgo de crédito. Tratándose de valores admitidos a negociación, la información deberá tener la misma difusión que aquella referente a los valores negociados. El acceso a más y mejor información mejorará la capacidad de los bancos, inversores institucionales y gestores de inversión de llevar a cabo su propia valoración.

IV. Próximos pasos.

El FSB requerirá a las entidades con capacidad de emitir estándares y a las autoridades su opinión sobre qué pasos consideran necesarios para convertir estos principios en acciones más específicas para reducir la excesiva dependencia de los *ratings* en las regulaciones manteniendo, al mismo tiempo, una adecuada consistencia internacional para evitar el arbitraje. Algunas de estas acciones están ya teniendo lugar y el FSB está supervisando el progreso si bien, en general, será necesaria una época de transición en la que los participantes desarrollarán sus capacidades de gestión de riesgo. El FSB informará a los Ministros de Finanzas y a los Gobernadores de los países miembros del G20 a lo largo de 2011.

En opinión del FSB, reduciendo en este sentido la dependencia de las agencias de *rating*, se reducirá la amenaza sobre la estabilidad financiera y también en gran medida el efecto contagio que deriva de los anuncios realizados por las agencias calificadoras. Con estos principios, se pretenden cambios significativos en las prácticas actuales, así como terminar con la dependencia mecánica de los mercados financieros en las agencias de *rating*, estableciendo en su lugar sistemas internos de evaluación de riesgo más potentes.

4. CONCLUSIÓN

La calificación crediticia es un pilar fundamental para la monitorización y el seguimiento de la estabilidad financiera, la fijación de precios y la evaluación de la capacidad crediticia. Pero no deja de ser un mercado, y como tal, presenta fallos. Los más importantes son los que se describen a continuación:

- **Estructura competitiva:** la industria de calificación crediticia está excesivamente concentrada a escala internacional, con tres agencias que dominan el mercado. Se trata de un duo-

polio –del que Fitch participa al ser líder en el sector de finanzas estructuradas– en el que Standard & Poor's y Moody's copan el 80 por 100 del mercado. No hay que olvidar las fuertes barreras a la entrada de nuevos competidores existentes, en las que el mecanismo de la reputación juega un papel destacado.

Esta falta de competencia tiene consecuencias como son el abuso de poder, un precio más elevado que el de equilibrio, y una peligrosa falta de incentivos a la innovación, como se detalló en el apartado tercero del epígrafe 3.

- **Conflicto de intereses:** ya que las agencias son calificadoras y consultoras a la vez. A este respecto, el Código IOSCO recomienda la creación de «murallas chinas» en las agencias de notación, separando las actividades de calificación de las de asesoramiento. El conflicto de intereses también viene dado por el sistema de financiación que utilizan, ya que el emisor paga por obtener una calificación, pudiendo influir en la opinión de la agencia.
- **Fijación de precios:** es uno de los aspectos que precisa intervención, ya que hay una fracción de los honorarios de las agencias que son negociables, lo cual incide sobre la calificación. Así, en ocasiones se produce una distorsión conocida como *rating shopping*, que consiste en la búsqueda de otro *rating* más favorable si el otorgado inicialmente no convence al emisor.
- **Calidad de los ratings:** es un aspecto de la industria de suma importancia, especialmente si tenemos en cuenta que el *rating* se utiliza en la regulación financiera como un *input* más.

En relación a la calidad y fiabilidad de las calificaciones emitidas, no hay que olvidar la pérdida de credibilidad que han sufrido las agencias de *rating* desde el inicio de la crisis, con las hipotecas *subprime* y la quiebra de Lehman Brothers como principales hechos que evidenciaron los grandes fallos de prevención y evaluación del riesgo a los que las grandes agencias de *rating* no supieron anticiparse.

- **Metodologías de valoración:** los métodos empleados por las agencias para evaluar el riesgo de crédito plantean dos problemáticas. En primer lugar, en muchos casos están obsoletos, dada la rápida evolución de los mercados financieros y la creación de complejas estructuras financieras que, por otra parte, son extremadamente difíciles de valorar.

Por otro lado, estas metodologías son poco transparentes en cuanto a la cantidad de información utilizada y la fiabilidad de la misma, ya que muchas veces no está auditada.

- **La regulación:** la rápida evolución de los mercados financieros internacionales ha hecho necesaria una reforma en la regulación financiera, que garantice la seguridad y solidez del mercado, la transparencia y el trato equitativo, la eficiencia en costes, unos estándares consistentes a nivel internacional y la competencia entre agencias calificadoras.

La necesidad de reforma en las agencias de calificación resulta hoy en día incuestionable. Varios gobiernos europeos ya han manifestado la necesidad de reforzar la competencia en el sector, mediante, por ejemplo, la creación de agencias nacionales que puedan ir adquiriendo la reputación y dimensión necesarias para hacer frente a las tres grandes.

También se debate sobre la creación de una agencia de *rating* europea, e incluso de carácter público, aunque en este último caso no hay que olvidar que, en todo momento, la calificadora debe mantener la independencia e imparcialidad para poder emitir juicios sobre el riesgo crediticio plenamente válidos.

Una posible solución sería la creación de un organismo internacional que estableciera las pautas a seguir por las agencias de *rating*, y que realice un seguimiento de la calidad de los *ratings* otorgados. Este nuevo agente estaría formado por los reguladores, las agencias de calificación, los emisores e incluso los propios inversores.

De este modo se lograría una visión global del sector de calificación crediticia, con los principales actores del mismo involucrados en la creación de un acuerdo de mínimos que posibilite solucionar los principales fallos que presenta el mercado, así como anticiparse a los potenciales escollos que puedan presentarse en el futuro.

Solo así, con el consenso de las partes implicadas, se conseguirá mejorar el funcionamiento de una industria clave en la estabilidad de los mercados, las empresas emisoras, los soberanos, en definitiva, de los mercados financieros internacionales.

Finalmente, respondiendo a la pregunta que plantea el título de este trabajo, en mi opinión, la polémica está sobradamente justificada.

Bibliografía

CONSULTATION PAPERS

European Securities and Markets Authority [2011]: «ESMA Guidelines on the application of the endorsement regime under Article 4 (3) of the Credit Rating Regulation 1060/2009», marzo.

– [2011]: «ESMA's Technical Advice to the Commission on Fees for CRA Supervision», abril.

European Commission [2010]: «Public consultation on Credit Rating Agencies», noviembre.

WORKING PAPERS

AMADOU, N.R. Sy. [2009]: «The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets», junio. IMF Institute.

RABAH AREZKI, Bertrand Candelon y AMADOU, N. R. Sy. [2011]: «Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis», marzo. IMF Institute.

LIBROS

ALONSO GALLO, N. [2009]: «*Rating y Spread de la deuda soberana: un análisis aplicado a Latinoamérica*», *Instituto de Estudios Fiscales*.

VERONA MARTEL, M.C. [2002]: «*El rating como evaluación de la calidad crediticia de las empresas*», *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*.

PÁGINAS WEB

<http://www.iosco.org/>

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/cesr/index_en.htm

<http://www.esma.europa.eu/>

<http://www.sec.gov/>

<http://www.financialstabilityboard.org/>

<http://www.understandingratings.com/>

<http://www.aboutcreditratings.com/>

INFORMES Y OTROS ESTUDIOS

Committee of European Securities Regulators [2010]: «CESR Annual report according to article 21 of Regulation (EC) 1060/2009 on Credit Rating Agencies», diciembre.

Financial Stability Board [2009]: «Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings», octubre.

International Monetary Fund [2011]: «Global financial stability report: market update».

IRANZO, S. [2008]: «Introducción al riesgo país», Banco de España: Documentos Ocasionales n.º 0802.

Moody's Investors Service [2001]: «Moody's Riskcalc™ para empresas no cotizadas: riskcalc España. Metodología de rating», julio.

LOSADA LÓPEZ, R. [2009]: «Agencias de rating: hacia una nueva regulación», CNMV.

Standard & Poor's Financial Services [2009]: «Guía sobre aspectos fundamentales de las calificaciones crediticias».

- [2010]: «Guide to credit ratings performance».
- [2010]: «Guide to credit ratings criteria».
- [2010]: «Guide to credit ratings essentials».

Standard & Poor's Rating Services [2009]: «Hacia un marco regulatorio global para las calificaciones crediticias», marzo.

US Securities and Exchange Commission [2011]: «Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organization», enero.

- [2003]: «Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets», enero.

Diversos artículos publicados en prensa económica.