

LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (LAS HIJAS DE ELENA: LA TRIPLE A)

AUREA ANGUERA DE SOJO HERNÁNDEZ

JUAN PAZOS SIERRA

Profesores de la Universidad Politécnica de Madrid

MARÍA LUISA CAMPANARIO HERNÁNDEZ

JUAN ALFONSO LARA TORRALBO

DAVID LIZCANO CASAS

MARÍA AURORA MARTÍNEZ REY

JOSÉ ANDRÉS SÁNCHEZ PEDROCHE

Profesores de la Universidad a Distancia de Madrid (UDIMA)

Extracto:

EN este trabajo, en primer lugar, se analiza la estructura (accionariado), funcionalidad (cómo funcionan y emiten sus opiniones) y el comportamiento (cómo actúan en los mercados) de las tres agencias más importantes de calificación de activos financieros, de emisores y emisiones de activos financieros. En segundo término, se señalan sus poco, si algo, científicas evaluaciones basadas en conceptos y actuaciones tan poco adecuadas como: *profecía autocumplida*, carencia de fecha de caducidad, catastrofismo, que, a veces, imponen con comportamientos *gansteriles*. Asimismo, se destaca la importancia y trascendencia que suponen las *opiniones* que emiten dichas agencias, auténticos *ucases*, que las convierten, de facto, en auténticos señores de horca y caudillo que acondicionan la vida y hacienda de inversores y emisores. En realidad, su comportamiento es tan deplorable y funesto, que como las hijas de Elena, de ahí el título del trabajo, ninguna es buena. Finalmente, se presenta, en forma de decálogo, los hechos, irrefutables, que justifican el calificativo de *malvadas* de dichas agencias: S&P, Moody's y Fitch, hasta el punto de que son el *antimefistofelismo* personificado. Mefistófeles se definía a sí mismo como un pobre diablo que pretendiendo hacer el mal, acababa haciendo el bien, justo al revés que las hijas de Elena.

Palabras clave: agencias de calificación, las hijas de Elena y clasificación.

CREDIT RATING AGENCIES (THE DAUGHTERS OF ELENA: THE TRIPLE A RATING)

AUREA ANGUERA DE SOJO HERNÁNDEZ

JUAN PAZOS SIERRA

Profesores de la Universidad Politécnica de Madrid

MARÍA LUISA CAMPANARIO HERNÁNDEZ

JUAN ALFONSO LARA TORRALBO

DAVID LIZCANO CASAS

MARÍA AURORA MARTÍNEZ REY

JOSÉ ANDRÉS SÁNCHEZ PEDROCHE

Profesores de la Universidad a Distancia de Madrid (UDIMA)

Abstract:

IN this paper, we first analyse the structure (shareholders), modus operandi (how they operate and issue opinions) and behaviour (how they affect markets) of the three major rating agencies that evaluate the creditworthiness of issuers and the financial obligations (bonds and stock) that they issue. Second, we unveil what little, if any, scientific basis their ratings have. Agency scores are founded on such unacceptable concepts and procedures as *self-fulfilling prophecies*, ratings without expiry date, catastrophism and clientelism, which they sometimes enforce with *gangster-like* tactics. We also stress the importance and transcendence that is attached to the *opinions* issued by these agencies. Their ratings are genuine *tsarist ukases* converting agencies into de facto despots that condition the fate and fortune of investors and issuers. Their behaviour is so deplorable and devastating that, like the *daughters* of Elena*, hence the title of the paper, they are all as bad as each other. Finally, we present a decalogue of irrefutable facts that warrant an evil rating for these agencies –S&P, Moody’s and Fitch–, which are the embodiment of *antimephistophelism*. Mephistoles defined himself as a poor devil which strives for evil, but accomplishes good, just the opposite to the *daughters* of Elena*.

Keywords: rating agencies, the daughters of Elena and rating.

* Spanish nursery rhyme: Tres eran tres, las hijas de Elena, tres eran tres, y ninguna era buena (Three, three daughters had Elena, three, three daughters, and not one turned out well).

Sumario

1. Introducción.
2. Las calificaciones y sus tipos.
3. Estado de la cuestión.
 - 3.1. Reseña histórica.
 - 3.2. Las agencias.
 - 3.3. Estructura, funcionalidades y comportamiento de las *hijas de Elena*.
4. Funcionalidad: metodologías de la calificación.
5. Decálogo de acusaciones sobre las *hijas de Elena*.
6. Resumen y consideraciones finales.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Las calificaciones crediticias, en adelante CC, constituyen una herramienta, entre otras, que los inversores pueden utilizar en su toma de decisiones sobre la compra de productos financieros tales como bonos y otros instrumentos de renta fija.

De hecho, las CC son opiniones sobre riesgo crediticio, en inglés, *Rating Credit*, es decir, acerca de la capacidad y voluntad de un deudor, que puede ser una empresa, institución financiera, organismo institucional (nación, estado, municipio, etc.), para cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma.

Las CC también se refieren a la *calidad crediticia* de una emisión específica de deuda; verbi-gracia, los bonos de una empresa o de un municipio, y a la *probabilidad* relativa de incumplimiento de dicha emisión (Standard & Poor's, 2011).

Como lo señalan las propias agencias de evaluación, las CC son prospectivas, pero no constituyen una garantía de que una determinada deuda será devuelta o de que no caerá en incumplimiento. Ni son indicadores del mérito o conveniencia de una inversión, esto es, no constituyen una recomendación para comprar, vender o retener un título en particular, ni para medir el valor de un activo. Tampoco intentan señalar lo idóneo de una inversión. Se refieren, única y exclusivamente, a uno de los aspectos de la toma de decisión de una inversión: la *calidad crediticia*. Y solo en algunos casos, asimismo, permite indicar lo que los inversores pueden esperar recuperar en caso de incumplimiento.

Es decir, al evaluar una inversión, los inversores deben considerar, además de la *calidad crediticia*, la composición actual de sus carteras, su estrategia de inversión y su horizonte temporal, su tolerancia al riesgo y una estimación del valor relativo del instrumento en comparación con los otros que podría elegir. Y Standard & Poor's, en adelante S&P, en este apartado, hace una analogía, muy ilustrativa, a contrario sensu, al decir que la reputación sobre la confiabilidad puede ser una consideración importante para comprar un automóvil, pero en absoluto es el único criterio que normalmente influye en adquirirlo.

La importancia de las CC viene del papel, cada vez más relevante, que juegan al facilitar, o dificultar, que empresas, instituciones y organismos se financien en los mercados de capitales. En efecto, en lugar de tomar un préstamo bancario, estas entidades, a veces, se financian directamente de los inversores mediante emisiones de bonos. Los inversores, naturalmente, compran estos instrumentos de deuda, por ejemplo, bonos autonómicos, esperando recibir el correspondiente interés más la amortización de su *capital*, ya sea al vencimiento del bono o mediante pagos periódicos.

Las CC pretenden facilitar el proceso de emisión y compra de emisiones de deuda, bonos, etc., al ofrecer, *pretendidamente*, un indicador de riesgo crediticio eficiente, ampliamente reconocido y de larga trayectoria. Los inversores y otros participantes del mercado pueden utilizar las calificaciones como parámetro para evaluar la correspondencia entre el riesgo crediticio relativo de un emisor o inversión específica de deuda y su propia tolerancia al riesgo o sus directrices de riesgo crediticio en el momento de tomar decisiones de inversión y, o, negocio (S&P, 2011). Y añade S&P, *por ejemplo, al considerar la compra de un bono municipal, un inversor puede revisar si la CC del bono corresponde al nivel de riesgo crediticio que está dispuesto a asumir. Asimismo, las empresas pueden utilizar las calificaciones como un elemento de apoyo para fundamentar su expansión o para proyectos de I+D, y también las calificaciones pueden ayudar a estados, ciudades y municipios a financiar proyectos públicos*. En fin, sirven tanto para un roto como para un descosido. Sin embargo, el verdadero problema estriba en quien emite esas CC; es decir, las agencias de calificación o *rating*, que sirven a dos señores, inversores y emisores, que tienen intereses si no opuestos, sí, al menos en muchos casos, divergentes. Y, por arte de magia, afirman alcanzar la enantiomorfía, esto es, la reconciliación de opuestos, vía opinión. ¡Increíble!

El hecho es que de una necesidad sentida: el que los inversores tengan el máximo de información, en forma de conocimiento, para que no los estafen en el *patio de monopolio* en que se han vuelto los mercados financieros, las agencias de calificación se han convertido en señores de horca y cuchillo que, sin asumir responsabilidad alguna, deciden sobre bienes, haciendas y, a veces, vidas de los demás. Y, lo que es aún peor, su propia actuación fue determinante en el origen de la crisis actual y, desde entonces, han sido blanco de todo objeto de críticas sobre todo debido a los fallos patentes y generalizados que se evidenciaron en la, así denominada, crisis *subprime*, de la que se hablará más adelante.

Y se dice *patio de monopolio* porque ojalá fueran casinos. En estos cada jugador sabe cuánto recibirá por su apuesta, qué probabilidad tiene de ganar y cuál es su esperanza matemática. Y todo esto mediante unas leyes que, valga la contradicción, inexorablemente se cumplen: las del azar.

2. LAS CALIFICACIONES Y SUS TIPOS

La calificación es una clasificación, al menos teóricamente a petición de parte, dentro de una escala de calificaciones que se elabora después de analizar varios aspectos de una empresa o una institución, con el fin de evaluar la capacidad y el compromiso financiero y 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, que si fuera correcto, sin sesgos y ecúanimemente bien establecido, esto es, objetivo, sería sencillo y rápido para el análisis del riesgo crediticio.

Las principales agencias utilizan un sistema de clasificación 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. Como se muestra en las **tablas 1 y 2** hay dos escalas de calificación. Una para el corto y otra para el largo plazo.

TABLA 1. Escala de calificaciones crediticias a corto plazo. (1) NP: No de Primera Clase. (2) RD: Fallo.

	Significado	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Grado de inversión	Máxima calidad	A-1+	P-1	F1+
		A-1		F1
	Calidad media satisfactoria	A-2	P-2	F2
	Calidad adecuada <i>ma non troppo</i>	A-3	P-3	F3
Grado especulativo	Posible impago	B	NP(1)	B
	Probable impago	C		C
	Impago	D	-	RD(2)/D

TABLA 2. Escala de calificaciones crediticias a largo plazo. En donde RD/D, significa fallo.

	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-
		Buena capacidad de pago	A+	A1
	A		A2	A
	A-		A3	A-
	Normal capacidad de pago	BBB+	Baa1	BBB+
BBB		Baa2	BBB	
BBB-		Baa3	BBB-	
Grado especulativo	Posible incumplimiento	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
	Probable incumplimiento	B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-

.../...

	Significado	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
.../...				
	Proximidad de impago	CCC CC C	Caa Ca C	CCC CC C
	Impago	D	-	RD/D

Como lo indica PINEDO (PINEDO, 2012) la principal función de las calificaciones en los mercados financieros es, *prima facie*, proporcionar al inversor una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal, de una determinada inversión. Es decir, pretende ser una medida de la seguridad financiera de una organización o emisión que permite valorar el riesgo de impago. 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, siempre que sea correcta, 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.

La calificación permite diversificar los riesgos de inversión en una cartera de renta fija y optimizar dichas inversiones al poder seleccionar los valores que más se adecúan a las necesidades. Conviene insistir en que, como lo declaran las propias agencias de calificación, no debe sustituir al análisis del inversor, sino que debe ser un complemento al mismo. Lo que no deja de ser un subterfugio para eludir responsabilidades. El razonamiento es, además de elemental, falaz y tramposo: *Tú me pagas para que yo te asesore, yo lo hago, pero si la realidad no se ajusta a mi recomendación el pagano eres tú.*

También juegan una función clave a la hora de fijar precios en títulos de renta fija. Son un indicador de cuánta rentabilidad añadida (denominada prima o *spread* 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 una determinada calificación sirve como requisito regulatorio que puede impedir o, al menos, dificultar, la inversión en un activo por parte de inversores institucionales concretos o, por el contrario, puede favorecerla y aumentar sus posibilidades.

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, por ejemplo.

Cuando se revisa una calificación y se decide modificarla, se dice que se ha bajado o subido un escalón, *notch*, que es un movimiento dentro de una escala de calificación, por ejemplo, en el caso de Moody's a la deuda pública española de marzo de 2011, de Aa1 a Aa2, o dos escalones; verbigracia, el caso de S&P a la deuda soberana de Portugal en abril de 2011, de A+ a A-.

En la pantalla de Bloomberg, que se muestra en la **figura 1**, se tiene un ejemplo para Iberdrola. En él pueden verse 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. De igual forma, en la **figura 2**, se muestra otro ejemplo, tomado de *datosmacro.com* en referencia a la calificación de la deuda española.

FIGURA 1. *Diferentes calificaciones para Iberdrola según emisión y agencia.*

```

<HELP> for explanation.
Enter # <GO> for historical ratings.
Corp CRPR
Related Functions Company Tree Ratings Alert CREDIT PROFILE
Iberdrola SA Page 1/1

MOODY'S
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 3777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 3204 1210 Hong Kong 852 2377 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 918 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.
SN 376305 6406-1329-3 09-Sep-2009 04:54:48
    
```

FIGURA 2. *Diferentes calificaciones para España según emisión y agencia.*

Rating Moody's España							
Calif. Largo Plazo				Calif. Corto Plazo			
Moneda Extranjera		Moneda Local		Moneda Extranjera		Moneda Local	
Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.
2012-06-13	Baa3	2012-06-13	Baa3			2012-06-13	(P)P-3
2012-02-13	A3	2012-02-13	A3			2012-02-13	(P)P-2
2011-10-18	A1	2011-10-18	A1			2010-08-28	(P)P-1
2011-03-10	Aa2	2011-03-10	Aa2			2000-01-21	P-1
2010-09-30	Aa1	2010-09-30	Aa1				
2001-12-13	Aaa	2001-12-13	Aaa				
1988-02-03	Aa2	1997-01-31	Aa2				

Rating S&P España							
Calif. Largo Plazo				Calif. Corto Plazo			
Moneda Extranjera		Moneda Local		Moneda Extranjera		Moneda Local	
Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.
2012-04-26	BBB+	2012-04-26	BBB+	2012-04-26	A-2	2012-04-26	A-2
2012-01-13	A	2012-01-13	A	2012-01-13	A-1	2012-01-13	A-1
2011-10-13	AA-	2011-10-13	AA-	1984-01-03	A-1+	1995-08-03	A-1+
2010-04-28	AA	2010-04-28	AA				

.../...

Rating Fitch España							
Calif. Largo Plazo				Calif. Corto Plazo			
Moneda Extranjera		Moneda Local		Moneda Extranjera		Moneda Local	
Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.
2012-06-28	BBB	2012-06-28	BBB	2012-06-28	F2		
2012-06-07	BBB	2012-06-07	BBB	2012-06-07	F2		
2012-02-21	A	2012-02-21	A	2012-02-21	F1		
2012-01-27	A	2012-01-27	A	2012-01-27	F1		
2011-12-16	AA-	2011-12-16	AA-	2011-12-16	F1+		
2011-11-18	AA-	2011-11-18	AA-	2011-11-18	F1+		
2011-10-07	AA-	2011-10-07	AA-	2011-10-07	F1+		
2011-03-04	AA+	2011-03-04	AA+	2011-03-04	F1+		
2010-05-28	AA+	2010-05-28	AA+	2010-05-28	F1+		
2003-12-10	AAA	2003-12-10	AAA	2003-12-10	F1+		
2000-09-21	AA+	2000-09-21	AA+	2000-09-21	F1+		
1999-09-01	AA+	1999-09-01	AA+	1999-09-01	F1+		
1998-07-14	AA	1998-07-14	AA	1998-07-14	F1+		
1995-10-26	AA	1995-10-26	AAA	1995-10-26	F1+		
1994-08-10	AA						

Es importante señalar, como hace PINEDO (PINEDO, 2012) que cada organización, institucional o empresarial, tiene su propia calificación; esto es, no hay un *rating* mejor o peor sino el que más se adecúe a la estructura y circunstancia de la misma. Asimismo, estos se revisan periódicamente y se ponen en perspectiva (*outlook*) positiva, negativa o estable, que es una especie de margen u holgura que se tiene dentro de una calificación. Tampoco hay que olvidar que hay calificaciones tanto para el emisor como para la emisión, así, una emisión concreta puede tener una calificación mejor o peor que la institución emisora.

Las agencias insisten en que las calificaciones no son más que *previsiones* sobre la solvencia de las diferentes organizaciones, aunque, a menudo, realmente determinan el comportamiento financiero de las empresas analizadas. En este sentido, se consideraba que quienes 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. Sin embargo, la quiebra de empresas con la máxima calificación, como Lehman Brothers en 2008, ha tirado por tierra esta creencia, y como consecuencia las agencias sufren una importante pérdida de credibilidad.

Por otra parte, las agencias de calificación no se limitan a emitir una calificación, sino que cuentan con diferentes productos según las necesidades del emisor. Por ejemplo, en el caso de Fitch, los servicios ofrecidos son: **Calificación pública**. En él que se analiza al emisor y se le califica en una escala de calificaciones, calificación que será objeto de seguimiento constante. **Calificación**

privada. A diferencia del anterior, esta calificación no se hace extensiva a los medios de comunicación ni al mercado, de ahí su nombre. **Evaluación del crédito.** Es una valoración privada, en un momento puntual del tiempo, sin posterior seguimiento. **Servicio de evaluación de la calificación.** Este servicio es muy utilizado para determinar la calificación que tendría un emisor ante una de las hipotéticas situaciones siguientes: operación corporativa, cambio accionarial, venta de activos... Dicho servicio se efectúa antes de la operación. **Calificación en la sombra.** Cuando se dispone de escasa información o cuando el análisis se hace a petición de terceros, se emite esta calificación que es una opinión que omite características de la calificación completa.

Como lo señaló Natalia PINEDO en estas mismas páginas (PINEDO, 2012), la calificación 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 debería favorecer la liquidez en los mercados de capitales, también funciona como restricción regulatoria, puesto que alcanzar una determinada calificación 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 la calificación es la llave para acceder a los mercados de capitales internacionales (colocaciones privadas, eurobonos, programas MTN, ECP...). Además de estas ventajas genéricas, existen otras características de la calificación que la hacen especialmente favorable para los emisores o para los inversores:

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

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.

3. ESTADO DE LA CUESTIÓN

3.1. Reseña histórica

Todo comenzó en septiembre de 1873. En dicha fecha, los grandes proyectos ferroviarios en EE.UU. se habían convertido en la mayor oportunidad global de inversión. Jay Cook & Company, con sede en Filadelfia, lanzó al mercado una suscripción de bonos por valor de 100 millones de dóla-

res de Northern Pacific Railway, promotor de la segunda gran línea transcontinental del país. Sin embargo, las dudas que ya había empezado a generar el negocio de los ferrocarriles, puesto de manifiesto por la prensa en torno a una serie de compañías, unido a la política monetaria restrictiva del presidente Grant complicaron la emisión. Si a esto se unen las consecuencias de la Guerra Franco-Prusiana, el hecho es que Jay Cook se vio obligado a comprar el 75 por 100 de las participaciones, lo que, en pocos días, provocó su quiebra.

En esas fechas, John Moody tenía cinco años, Henry William Poor era un veinteañero, John Fitch y Luther Lee Blake, fundador de *Standard Statistics*, nacerían en esa década. Todos ellos quedaron marcados por las consecuencias de la primera gran crisis capitalista en la era de la Revolución Industrial. Así el veinteañero Poor pudo ver, tal y como lo publicó el diario *The Nation* (CHANCELLER, 2000), como *los inversores se iban de Wall Street como el perro que huye de una cacerola de hoja-lata atada a su rabo*. El hecho es que: la bolsa cerró diez días por primera vez en su historia. Más de 5.000 empresas quebraron en aquella gran depresión. Y 39.000 kilómetros de vía férrea se quedaron *colgados de la brocha*.

El lado positivo de la cuestión fue que la crisis puso de relieve la necesidad de crear *organismos* capaces de evaluar el riesgo de los inversores en EE.UU. La pregunta va de suyo, ¿por qué en EE.UU.? Richard SYLLA (SYLLA, 1994) da tres motivos para que esto haya sido así. En primer término, porque las empresas en Europa se financiaban mediante préstamos bancarios y capital propio, no con bonos. Pero dado que la economía estadounidense era y es de proporciones continentales, sus proyectos de desarrollo eran de gran escala y exigían otras formas de financiación. Por otra parte, la necesidad de fondos en EE.UU., durante buena parte del siglo XIX, proviene de la construcción de vías férreas realizadas por empresas privadas, no por el estado. Finalmente, a partir de 1850, estas empresas tienen un tamaño físico y de negocio demasiado grande para financiarse con bancos o con emisión de acciones, por eso surgió un mercado internacional de bonos del ferrocarril.

Esta crisis de los años setenta del siglo XIX creó el entorno adecuado para la aparición de la ventana de oportunidad de las agencias capaces de dar una indicación a los inversores sobre la capacidad del emisor de estos bonos de cumplir los términos del contrato.

3.2. Las agencias

En 1868, Henry Varnum Poor y su hijo Henry William Poor publicaron el primer volumen de su informe anual de empresas de ferrocarriles *History of the Railroads and Canals of the United* donde se contiene la mayor cantidad de información financiera y operativa de la, en aquel momento, industria más intensiva en capital de los EE.UU., la industria ferroviaria. Las siguientes publicaciones, bajo el sello *Poor's Manual* aportaban información de activos, compromisos y ganancias de las firmas de ferrocarriles, con el objetivo de proporcionársela al inversor para evitar situaciones como la ocurrida con Northern Pacific Railway (S&P, 1885). La **figura 3** muestra una captura tomada de esas primeras publicaciones en la que se muestra una tabla con las ganancias y las millas construidas por una empresa en los diez años anteriores. Sin duda alguna, esta información preten-

día ser una herramienta para el inversor de cara a conocer la solvencia de las compañías ferroviarias en las que poder invertir.

FIGURA 3. Información aportada por S&P sobre la solvencia de una compañía ferroviaria estadounidense en 1885.

	Mileage.	Earnings.	Expenses.	Net Earnings.		Mileage.	Earnings.	Expenses.	Net Earnings.
		\$	\$	\$			\$	\$	\$
1873.....	1,318.15	8,455,792	6,524,827	1,960,965	1879... ..	1,915.48	8,224,565	5,569,788	2,624,777
1874.....	1,476.65	7,644,328	5,722,994	1,921,324	1880.....	2,479.20	12,428,112	7,787,348	4,318,598
1875.....	1,475.90	6,648,106	5,610,310	1,073,796	1881.....	3,348.00	14,467,790	11,243,424	3,224,376
1876.....	1,386.87	7,554,088	5,488,987	2,065,151	1882.....	3,518.40	16,851,690	11,664,752	5,186,938
1877.....	1,342.10	7,773,088	5,421,916	2,311,172	1883.....	3,566.20	16,915,121	13,330,926	3,584,195
1878.....	1,376.60	8,332,867	5,451,941	2,870,926	1884... ..	3,549.30	16,661,603	13,606,304	3,055,299

En 1919, nació Poor's Publishing para editar el manual *Railroad y Mood*. Tres años después comienza a calificar bonos de empresas.

Por su parte, Luther Lee Brake ha pasado a la posteridad por ser el fundador, en 1906, de *Standard Statistics Bureau*, hoy primera sigla de S&P, quien, al igual que los anteriores, publicó tarjetas con información de ferrocarriles y grupos industriales. En ese año, se formó el *Standard Statistics Bureau* con el objetivo de dotar al inversor de información sobre las empresas estadounidenses. En el año 1916 esta agencia publica sus primeras calificaciones a los bonos de dichas empresas. Poco después, comenzarían a calificar, además, deuda soberana, para pasar, inmediatamente, a calificar bonos municipales en 1940. Un año después, en 1941, Poor's Publishing y Standard Statistics se fusionaron dando lugar a Standard & Poor's Corporation. En 1957, se presentó el índice S&P 500, y en 1962, sus acciones se admitieron a cotización en la bolsa de Nueva York, NYSE. En la década de los sesenta del pasado siglo, S&P desarrolló nuevos servicios en relación con bonos corporativos y municipales y, en esa misma época, concretamente en 1966, fue adquirida por McGraw-Hill, de la que es subsidiaria según ella misma pone en sus *copyright*. Actualmente, tiene su sede en Nueva York y está presente en más de veinte países, con su logotipo que se muestra en la **figura 4**.

FIGURA 4. Logotipo de S&P.



FIGURA 5. Logotipo de Moody's.



En el año 1900, John Moody fundó Moody's Corporation, cuyo logotipo se muestra en la **figura 5**, año en el que publicó *The Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, que contenía información y estadísticas acerca de valores y bonos de instituciones financieras y agencias gubernamentales, amén de empresas mineras, manufactureras y de alimentación, sociedad matriz de Moody's Investors Service, después de haber quebrado en el crack de la bolsa de 1907, no haciendo frente a sus deudas. Este es un caso típico del *acerbo* gitano, donde no se quería a los hijos con buenos principios. Moody, a partir del libro *Analyses of Railroad Investments* (Moody's, 1917), sobre los valores de las vías férreas, empezó a usar calificaciones de letras para evaluar su riesgo. La **figura 6** muestra un fragmento extraído de una de esas publicaciones en la que se aprecia la calificación dada por Moody's a una empresa ferroviaria de la época. En pocos años, comenzó a calificar, asimismo, empresas industriales y de servicios así como bonos municipales. Al final de la década de los años 20, comenzaron a calificar deuda soberana hasta hoy. Posteriormente, en 1940, incorporó en su quehacer la cobertura a los bonos municipales de EE.UU. En 1924, las calificaciones de Moody's cubrían casi el 100 por 100 del mercado de bonos de EE.UU.

FIGURA 6. Calificación de una empresa ferroviaria norteamericana realizada por Moody's en 1917.

NAME AND DETAILS OF ISSUE.	Rate and Date Dividends.	Amount Outstanding per Mile.	Average Income Available per Mile.	Dividend Required per Mile of System.	Factor of Safety.	BASIS FOR RATING.		Net Rating.
						Equity.	Salability.	
Chic., Mil. & St. Paul Ry. preferred. Non-cumulative, 7%. Par \$100. After common has received 7%, each class shares equally. Full voting power. Outstanding (June 30, 1916), \$116,274,900.	7% M&S	\$11,478	\$1,775	\$801	55%	High	Very high	Aa.
Chic., Mil. & St. Paul Ry. common. Par \$100. Receives 7% after preferred; after which both issues share equally. Full voting power. Outstanding (June 30, 1916), \$117,411,300.	See text M&S	11,590	974	521*	46%	Good	"	Baa.*

* For 5% dividend.

Note: "Average income available" on stock issues is the average surplus, after deducting all fixed and other charges, for the ten years ending June 30, 1916. "Dividend requirement" is the requirement, at the current rate, on the present amount outstanding. For Key to Stock Ratings, see pages 21 to 23.

Por último, el 24 de diciembre de 1913, John Knowles Fitch fundó Fitch Publishing Company, en Nueva York. La compañía comenzó publicando estadísticas financieras, claves para el mundo financiero, cuyos títulos fueron *The Fitch Bond Book* y *The Fitch Stock and Bond Manual*. En 1924 comenzó a expresar sus calificaciones de riesgos con la escala AAA a D, que posteriormente también utilizó S&P. Hoy tiene doble sede, pues además de Nueva York, también está en Londres después de su unión con IBCA Limited, pequeña empresa de calificación de daños inglesa, en 1997, con sede en dicha ciudad. Fitch Ratings, cuyo logotipo se muestra en la **figura 7**, fue adquirido por Finalac, un *holding* francés que, en 1992, había adquirido IBCA. En el año 2000, Fitch Ratings adquirió, en abril, Duff & Phelps Credit Rating Co., y en diciembre, Thomson Financial Bankwatch, con el propósito de adquirir la condición de competidor global al cubrir el sector asegurador, empresarial y financiero, en especial en financiaciones estructurales.

Al igual que las otras dos agencias, Moody's y S&P, Fitch, fue una de las tres NRSO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), designadas por la SEC (Securities and Exchange Commission) de EE.UU.

FIGURA 7. Logotipo de Fitch Ratings.



A estas tres agencias, popularmente, y en esto los autores de este trabajo tuvieron bastante que ver, se las conoce como «las hijas de Elena», que, según el dicho popular, aparece debajo del título de este artículo, *ninguna era buena*, al menos si se hace caso a las opiniones que se tienen de ellas. Si para muestra basta un botón, he aquí todo un muestrario.

Thomas Friemann, en una entrevista, afirmó: *existen dos superpotencias en el mundo, Estados Unidos y Moody's; una te puede destruir con bombas y la otra bajando tu calificación*.

Paul KRUGMAN (KRUGMAN, 2011), José Manuel GONZÁLEZ PÁRAMO (PÁRAMO, 2011), Herman VAN ROMPUY (ROMPUY, 2011) y Richard TOMLINSON (TOMLINSON, 2007) consideran a estas agencias como desacreditadas. Concretamente, S&P por otorgar la categoría máxima AAA a grandes porciones de los paquetes de hipotecas basura conocidos como *collateralized debt obligation*, CDO. O en otros momentos críticos, como el del hundimiento de los bancos holandeses en la crisis financiera de Islandia de 2008/2009, estos también tenían la *triple A*.

En el caso de Moody's, a raíz de degradar la deuda soberana de Portugal el 5 de julio de 2011 a categoría Ba2, fue acusada de especular con los mercados y atacar a la economía europea. Además, fue puesta en entredicho la legitimidad de las *hijas de Elena* por Luke BAKER (BAKER, 2011). Y, por si eso

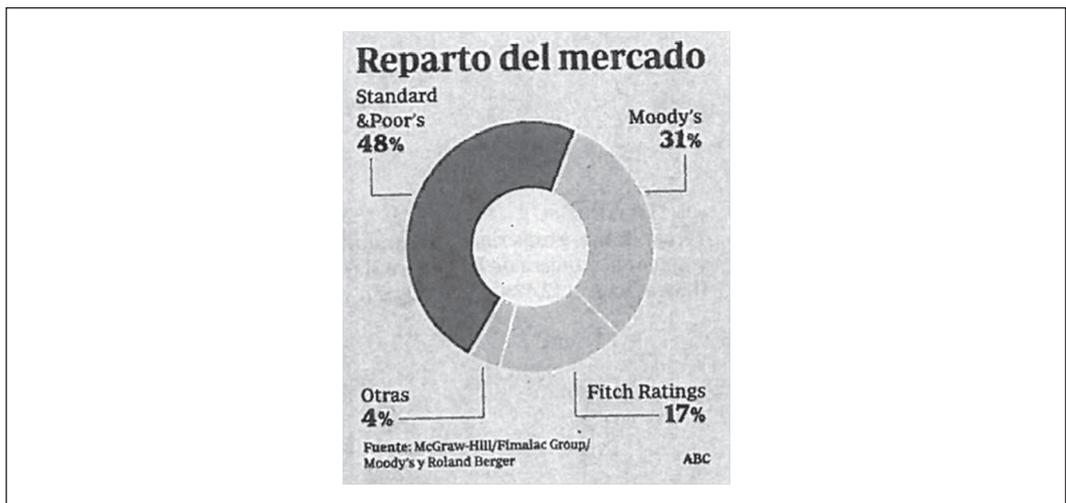
no fuera suficiente, las empresas públicas y de infraestructuras portuguesas como ANA, Energías de Portugal, Redes Energéticas Nacionais y Brisa, autopistas portuguesas, asimismo fueron degradadas a pesar de tener unos perfiles financieros sólidos y beneficios importantes. Los portugueses, ante este despropósito y ataque injustificado, calificaron a Moody's como terrorista económico. De ahí la segunda parte del título de este trabajo, pues la triple A era un grupo terrorista en la Argentina de la dictadura militar.

Desde octubre de 2011 funciona en Internet *Wikirating* una *agencia de calificación gratis*, sin ánimo de lucro, independiente y transparente. Con la que cualquier usuario puede evaluar, *gratis et amore*, a cualquier empresa, institución gubernamental u organización financiera.

Su gestación comenzó en mayo de 2010 cuando el matemático austriaco de 37 años Credé y su socio Erwan Salembier fueron azuzados por el descrédito creciente de las agencias tradicionales y, en especial, las hijas de Elena, a raíz de la calificación que estas le dieron a productos financieros tóxicos, hipotecas *subprime* y la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Según Credé dijo: *Entonces pensé: ¿por qué no hacer algo como Wikipedia que se ocupase de las calificaciones? Así se evitaría cualquier influencia del mundo económico y político, dado que todos podrían controlar su funcionamiento, que, además, sería abierto y transparente.* Después de más de 1.000 horas de trabajo, el proyecto se puso en marcha. Actualmente cuenta con unos 150 usuarios registrados, pero han sido ya unos 5.000 los que, de una forma u otra, han participado ya en la página digital, que ha tenido unas 20.000 visitas.

Naturalmente, hay más agencias de calificación en el mundo, hasta 75, pero las hijas de Elena se reparten, tal y como se muestra en la **figura 8**, el 96 por 100 del mercado mundial con una cifra de negocio que ronda los 4.600 millones de dólares, es decir, es un auténtico oligopolio. Otras agencias son: Baycorp Advantage, de Australia; Dagong Global Credit Rating, de China; Dominion Bon rating Service Ltd., de Canadá; RRI, A.M. Bist y Japan Credit Rating Agency, de Japón. El Fondo Monetario Internacional, FMI, publica una lista mundial de estas agencias (FMI, 2011) basada en la web de *defaultrisk.com*.

FIGURA 8. *Reparto del mercado de las CC.*



3.3. Estructura, funcionalidades y comportamiento de las hijas de Elena

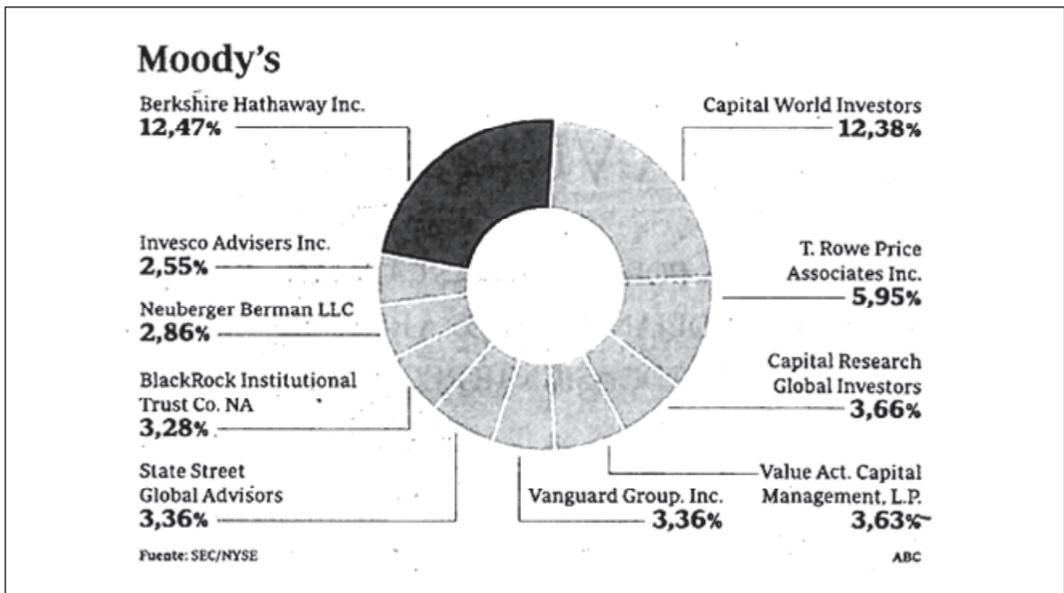
Para poder entender cualquier sistema complejo, y el sistema de evaluación crediticia lo es, se deben tener en cuenta los tres aspectos siguientes: su estructura, sus funcionalidades y su comportamiento que se considerarán, más en detalle, a continuación.

3.3.1. La estructura accionarial (PÉREZ, 2012)

A) Moody's

Esta hija de Elena, cuyos ingresos alcanzaron en 2010 los 2.032 millones de dólares, un 13 por 100 más que el año anterior, aumentando su beneficio un 27 por 100 hasta los cerca de 500 millones de dólares, cotiza en la bolsa de Nueva York y sus diez primeros accionistas y participaciones, que aparecen en la **figura 9**, concentran el 53,5 por 100 del capital.

FIGURA 9. Accionistas y participantes de Moody's.



Entre dichos accionistas destacan dos de especial relevancia en el mundo inversor: *Berkshire Hathaway* y *The Capital World Investors*, ambos con más de un 12 por 100 de participación. El primero, Berkshire, es un conglomerado económico presidido por uno de los más grandes inversionistas mundiales, el multimillonario Warren Buffet, que, además, es su principal accionista. Conocido como el oráculo de Omaha, sus relaciones con el mundo político son públicas y notorias. Estuvo en la mente de Barak Obama como posible secretario del Tesoro americano, o como asesor financiero,

función que ya ejerció en 2003 para el exgobernador de California Arnold Schwarzenegger. Este mismo grupo está integrado, además, por otro magnate americano y destacado miembro del consejo de administración, el cofundador de Microsoft, Bill Gates.

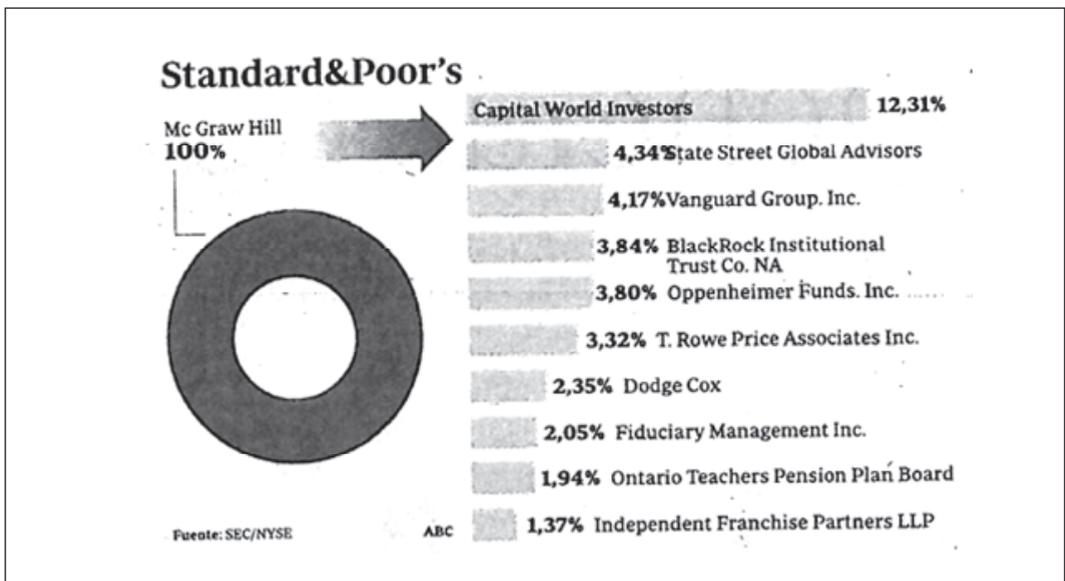
Berkshire Hathaway controla, además de Moody's, grandes negocios vinculados a sectores económicos estratégicos y, o, muy importantes: energía, telecomunicaciones, transportes, construcción, seguros y, esto es relevante para lo que aquí concierne, productos financieros.

Por su parte, detrás de *Capital World Investors*, con sede en el Rockefeller Center de Nueva York, está la familia Rockefeller, cuya cabeza visible en la actualidad es David Rockefeller. El grupo está presidido y dirigido por James F. Rothenberg, gerente asimismo de Harvard Management Company, universidad estrechamente relacionada con el magnate, y miembro de la corporación que dirige los destinos de la Universidad de Harvard.

B) S&P

S&P, a diferencia de Moody's, facturó 1.659 millones de dólares en 2010 con un beneficio que superó los 760 millones de dólares, no cotiza en bolsa, pero sí su propietario: el grupo editorial McGraw-Hill, quien lo hace, asimismo, en la bolsa de Nueva York. Así, entre sus accionistas, que se muestran en la **figura 10**, aparece como accionista de referencia, de nuevo *Capital World Investors*, en este caso, también con más del 12 por 100. Pero no queda ahí la cosa, pues también son accionistas comunes State Street Global Advisor, Vanguard Group, Inc. Black Rock Institutional Trust Co. NA y T. Rowe Price Associates Inc. Si esto no es colusión que baje Dios y lo vea.

FIGURA 10. Accionistas de S&P.

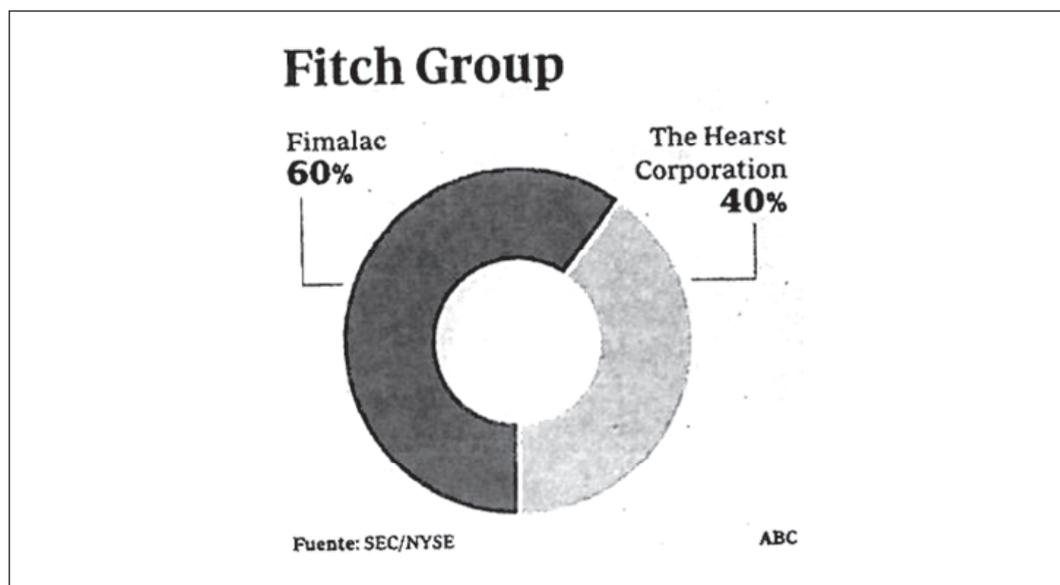


Aunque McGraw-Hill se dedica fundamentalmente a los servicios financieros y el análisis de bonos y acciones, también tiene negocios en el mundo educativo y editorial, así como en medios de comunicación. Su presidente es Harold *Terry* McGraw-Hill III, secretario general, además, de la Bussiness Roundtable, un *lobby* patronal poderoso, que ha presionado, hasta ahora al menos, con éxito para evitar, entre otras cuestiones, una mayor regulación de las agencias.

C) Fitch

Esta agencia, la menor de las tres grandes, solo controla el 17 por 100 del mercado. Su propiedad, tal y como se muestra en la **figura 11**, se reparte entre el grupo Fimalac, con sede en Francia y The Hearst Corporation, la editora de revistas como Elle o Cosmopolitan o canales de TV como ABC de la que tiene el 40 por 100. Fitch, en 2010, tuvo una cifra de negocio de 600 millones de euros, lo que supone un 9 por 100 más que el año anterior.

FIGURA 11. Accionistas de Fitch.



Fimalac, cuyo propietario es el magnate francés F. Marco Ladreit de'Lacharriere, estrechamente vinculado al grupo de Bilderberg, además de ocuparse de servicios financieros, también se dedica a actividades inmobiliarias y a empresas culturales. Asimismo, su propietario es administrador de empresas como L'Oreal, Renault o Casino, miembro del consejo asesor del Banco de Francia y de la Academia de Bellas Artes del Instituto de Francia. En 2009 fue nombrado Embajador de Buena Voluntad por la UNESCO.

La mayoría de estos magnates y, más en concreto, Buffett, McGraw-Hill, Rockefeller y Bill Gates, aparecen en la prensa como grandes filántropos. Sin embargo, nada mejor para definir su

comportamiento, hipócrita y sin escrúpulos, que el famoso cuarteto satírico, dedicado hace años en los países hispanos a don Juan de Robres quien, también *filantrópicamente*, hizo construir un hospital para atender a los pobres que él mismo había generado:

*El señor don Juan de Robres,
con caridad sin igual,
hizo construir este hospital,
pero antes hizo los pobres.*

D) Wikirating

Por su parte, además de todo el poder y la independencia de *wikirating*, hay que recordar su gratuidad, y que se basa en la *inteligencia colectiva* de sus usuarios (O'REILLY, 2006). Cualquiera puede poner una nota de solvencia e, incluso, desarrollar nuevas metodologías de análisis.

Hasta ahora, existen dos métodos de calificación similar al de las agencias tradicionales. Uno es una simple votación. Dos, un modelo matemático que contiene variables económicas clásicas como son: la deuda estatal y el crecimiento económico, etc.

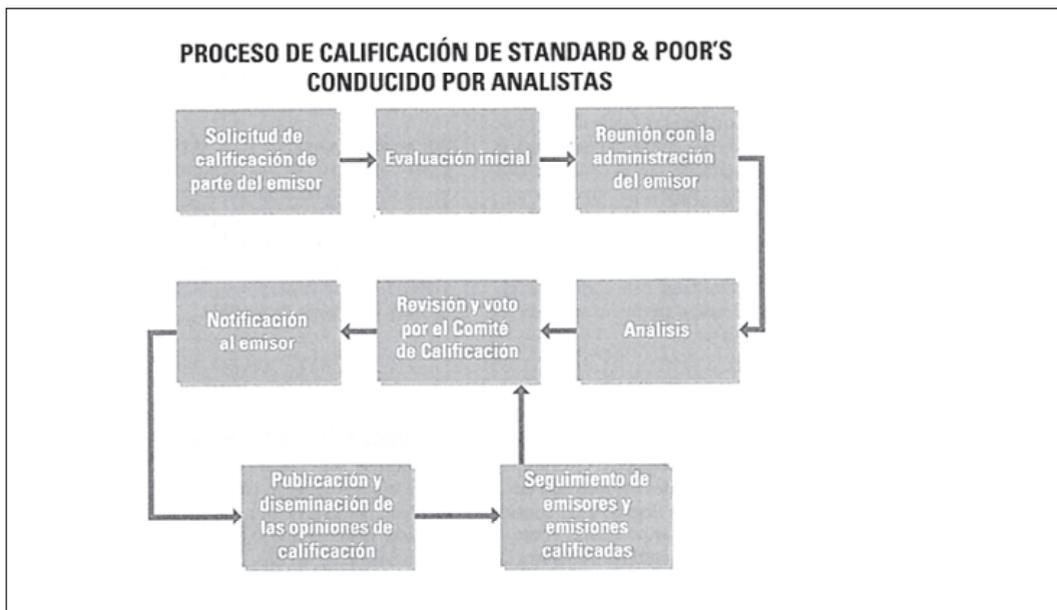
Este modelo se ajusta con otros valores como el Índice de Desarrollo Humano de la ONU. Este modelo matemático de análisis, denominado *Wikirating Sovereign Index* (SIW), puede ser valorado por cualquiera dado que funciona de forma abierta con total transparencia. Una de las *sorpresas* del mismo es que en SIW la deuda pública tiene un peso negativo, determinante frente a las demás variables. Esto hace que los países industrializados con mucha deuda salgan mal parados. Pero es razonable que sea así, pues si se deja dinero a alguien, las deudas que este tenga es un aspecto fundamental para evaluar si podrá, o no, devolver ese dinero.

La crítica mayor es al método del voto, pues la evaluación nada tiene que ver con la democracia. Ante esta objeción, Credé argumenta lo siguiente: *Un método como el del voto también puede aportar información porque al fin y al cabo el mercado está formado por gente que, en última instancia, actúa también de forma subjetiva y emocional. Los mercados no reaccionan siempre de forma racional.* Este argumento sería válido si los que votasen fuesen los inversores, pero más bien son los demás los que votan. Pero, como también él dice, nadie afirma que sus métodos sean correctos. Pero eso si son diáfanos, transparentes y susceptibles de mejora, esto es, adaptativos.

4. FUNCIONALIDAD: METODOLOGÍAS DE LA CALIFICACIÓN

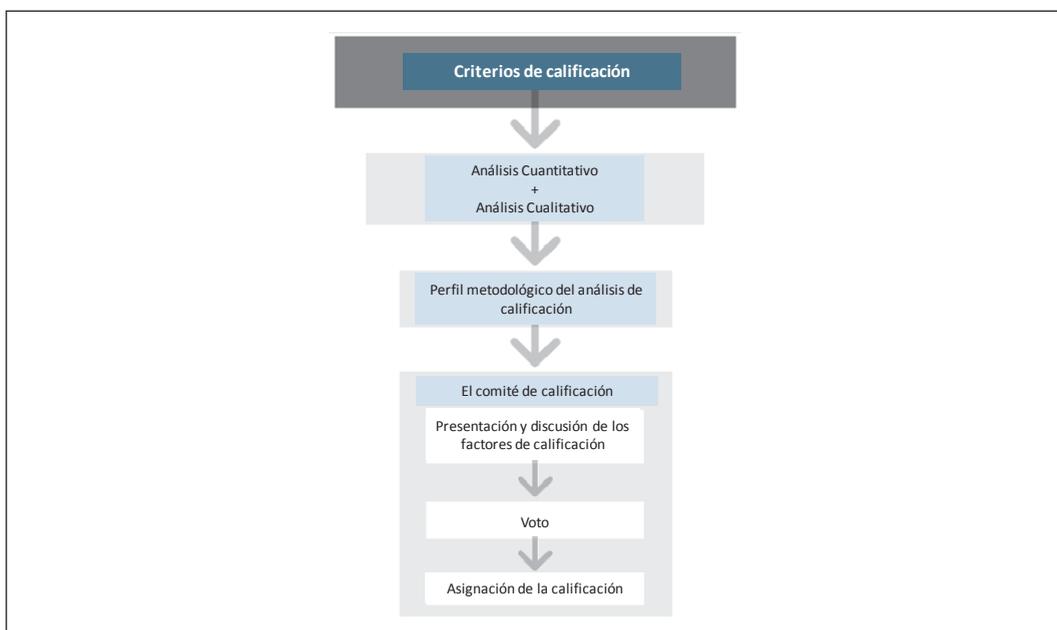
Para formar sus opiniones de riesgo, por lo general, las agencias calificadoras emplean analistas, modelos matemáticos, o bien una combinación de ambos. En la **figura 12**, se muestra el proceso de calificación de S&P conducida por analistas.

FIGURA 12. *Proceso de calificación de S&P.*



A su vez, el recuadro análisis, se realiza tal y como se muestra en la **figura 13**.

FIGURA 13. *Procedimiento general del análisis seguido por S&P.*



Las agencias de calificación de riesgos evalúan a muy distintos tipos de entidades, tanto públicas como privadas. Las principales son: (S&P, 2009) empresas; instituciones financieras; aseguradoras; fondos estructurados; gobiernos, estados y municipios; universidades. Dentro de cada entidad se aplican unos criterios específicos, ya que cada tipo de entidad se supone muy diferente al resto en términos de organización, contexto en el que se desenvuelve, características de su mercado particular, funcionamiento, solvencia y visibilidad, etc. (S&P, 2011).

Por ejemplo, el modelo seguido por S&P para evaluar gobiernos, así como los criterios en los que se basa dicha evaluación lo conforman los cinco factores clave siguientes: efectividad institucional y riesgos políticos; estructura económica y expectativas de crecimiento; liquidez externa posición de inversión internacional; flexibilidad y desempeño fiscal, combinados con el nivel de deuda; flexibilidad monetaria. Cada uno de ellos se evalúa mediante una puntuación, dando así un total de cinco puntuaciones: política, económica, externa, fiscal y monetaria. Las puntuaciones política y económica se promedian obteniéndose el perfil político y económico. Por su parte, las puntuaciones externa, fiscal y monetaria se promedian obteniéndose el perfil de flexibilidad y desempeño. Estos dos perfiles se combinan para obtener la calificación del gobierno en moneda extranjera según se indica en la **figura 14**. A partir de esa calificación, se obtiene la calificación en moneda local.

FIGURA 14. Tabla utilizada por S&P para evaluar gobiernos.

Perfil político y económico												
Perfil de flexibilidad y desempeño	Categoría	Superior	Extremadamente fuerte	Muy fuerte	Fuerte	Moderadamente fuerte	Intermedio	Moderadamente débil	Débil	Muy débil	Extremadamente débil	Riesgo
Categoría	Puntuación	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremadamente fuerte	1 a 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Muy fuerte	1.8 a 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Fuerte	2.3 a 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderadamente fuerte	2.8 a 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Inter medio	3.3 a 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderadamente débil	3.8 a 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Débil	4.3 a 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b-	b-	b-
Muy débil	4.8 a 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-	b-
Extremadamente débil	5.3 a 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Las cinco puntuaciones acabadas de describir se obtienen a partir de tablas que recogen diferentes criterios. Dichas puntuaciones se ordenan de 1 a 6, donde 6 representa el mayor grado de solvencia. La **tabla 4** recoge, para cada puntuación, los elementos utilizados para determinar dicha puntuación.

TABLA 4. Puntuaciones utilizadas por S&P para evaluar gobiernos.

Puntuación	Elementos analizados
Política	<ul style="list-style-type: none"> • Efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas e instituciones políticas. • Transparencia y rendición de cuentas de instituciones, información y procesos.
Económica	<ul style="list-style-type: none"> • Producto Interior Bruto, PIB, per cápita en US\$.
Externa	<ul style="list-style-type: none"> • Endeudamiento del país. • Liquidez externa del país.
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> • Cambio en la deuda del gobierno general como porcentaje del PIB. • Nivel de deuda. • Gastos de intereses del gobierno general como porcentaje de sus ingresos. • Costo estimado de la recapitalización de una crisis sistémica del sector financiero en un escenario de estrés, tal como el que acaba de pasar la banca española. • Respaldo estimado del gobierno.
Monetaria	<ul style="list-style-type: none"> • Régimen cambiario. • Credibilidad de la política monetaria. • Efectividad de los mecanismos de transmisión a través del sistema financiero y de los mercados de capitales.

Algunos de los elementos de la **tabla 4** son cuantitativos, verbigracia PIB per cápita, y quedan claramente definidos cómo se utilizan para calcular las puntuaciones. Sin embargo, muchos de los indicadores empleados para la calificación son cualitativos, por ejemplo, los referidos a política, y por tanto, están sujetos a interpretaciones y subjetividad. Esta circunstancia queda patente en el estudio realizado por GARCÍA y RODRÍGUEZ (GARCÍA, 2007) donde, mediante el uso de redes de neuronas para la clasificación de entidades emisoras de deuda, se comprobó que utilizando criterios puramente cuantitativos se obtienen unas calificaciones totalmente diferentes a las realizadas por las agencias. Además, los modelos que utilizan las agencias recogen ciertas reglas interpretables que permiten a los analistas modificar las calificaciones hasta varios niveles. Esta falta de objetividad es uno de los aspectos más criticables de los modelos que emplean las agencias para evaluar a sus clientes.

En efecto, al calificar una empresa, institución u organismo, las agencias asignan un analista, a menudo junto a un equipo de especialistas, para liderar la evaluación de la calidad crediticia de la entidad. Por lo general, los analistas obtienen información de informes públicos, así como de entrevistas y reuniones con el equipo directivo del emisor. Esta información se utiliza para evaluar la situación financiera de la entidad, su forma de operar y sus estrategias de gestión de riesgo.

Por su parte, las calificaciones resultantes del uso de modelos se emplean casi exclusivamente en información cuantitativa, la cual incorporan en un modelo matemático. En este caso, se consideran la calidad de activos, fundamento y rentabilidad de la entidad financiera, principalmente en base a los datos obtenidos de los estados financieros públicos de la entidad y de la información presentada por esta a los órganos reguladores.

A partir de ahí, y usando en todo momento un lenguaje ambiguo y confuso, explican cómo califican, mediante una escala, las opiniones reflejadas por las calificaciones. La ambigüedad viene dada por el uso de términos como verosimilitud, *que... sí*, etc., y la confusión, porque se mezclan conceptos científicos que no deberían.

En efecto, como es sabido los conceptos científicos aplicables a todos los ámbitos del saber son los conceptos clasificatorios o cualitativos, los comparativos o de equiparación y los métricos o cuantitativos. Pues bien, en unos casos se habla de probabilidad y verosimilitud, en otros de deuda calificada en grado de inversión y grado especulativo, claramente clasificatorios y, finalmente, en otros casos, se utilizan *benchmarks*, esto es, un criterio comparativo, y todo ello sin establecer claramente cuándo, cómo, dónde y por qué se emplea cada uno. Y por si esto no fuera suficiente, que lo es en demasía, se habla de escalas de calificación al emplear símbolos alfabéticos aderezados con los signos + y - para expresar las opiniones reflejadas por las calificaciones, ignorando completamente qué significa el concepto de escala, que, naturalmente, puede ser de distintos tipos pero no entreverados.

5. DECÁLOGO DE ACUSACIONES SOBRE LAS HIJAS DE ELENA

En los últimos años los medios de comunicación han recogido las críticas surgidas desde diferentes sectores hacia las agencias de calificación (GARCÍA, 2012) (CARABALLO, 2012) (FMI, 2012). Entre esas críticas destacan las siguientes:

1. *Oligopolio y colusión*. La existencia de un oligopolio de las tres grandes agencias que dominan el mercado mundial de la calificación y que impiden entrar en el mercado a otras agencias es algo constatable y obvio (PÉREZ, 2012) (OCDE, 2012) (*The Wall Street Journal*, 2008 y 2009). Según el profesor F. Partnoy de la Universidad de California en San Diego, UCSD, la legislación norteamericana de las agencias de calificación, hecha por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y el *Sistema de Reserva Federal* (FED), ha eliminado la competencia entre las agencias y ha obligado prácticamente a los actores del mercado a utilizar los servicios de las mismas. Por su parte, la comisaria de la SEC Kathleen Casey ha dicho que estas agencias de calificación de riesgos han actuado como Fannie Mac, Freddie Max y otras empresas que dominan un mercado como consecuencia de acciones del gobierno. Justo cuando las agencias dieron calificaciones catastróficamente engañosas fue cuando tuvieron sus máximos beneficios de siempre, durante la década pasada (*The Wall Street Journal*, 2009). Y esto es pura colusión.

Para resolver este problema, la señora Casey propuso eliminar todas las reglas sobre organizaciones de calificación estadística reconocidas nacionalmente. Propuesta que asimismo hizo el profesor de la New York University Lawrence White. Ed Partny sugiere, al respecto, que los legisladores deberían mirar más los índices de los mercados de intercambio de riesgos de crédito, que son mejores índices de los riesgos de impago de empresas, como Bearn Sterns, en lugar de las erróneas calificaciones de estas organizaciones. Las agencias de calificación han hecho propuestas alternativas que harían, por el contrario, más caro el acceso a este mercado de lo que ya lo es.

El hecho es que la industria de la calificación está excesivamente concentrada a escala internacional, se trata de un oligopolio *natural*, en el que tan solo tres agencias dominan de facto el mercado. Y lo que es peor, dicho mercado cuenta con unas fuertes barreras de entrada y la reputación juega un papel fundamental, lo que hace que resulte ser una fortaleza inexpugnable a la competencia.

Como consecuencia, los honorarios de las empresas calificadoras están por encima del nivel en que se encontrarían de haber un número mayor de competidores. Además, la demanda, en este mercado, es inelástica, ya que un emisor debe pagar el precio requerido por la agencia si quiere obtener una calificación, lo cual es requisito indispensable para acceder a determinados mercados.

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.

2. *Uso de la «profecía autocumplida».* El descenso de la calificación hecho por una agencia actúa a modo de lo que en inglés se denomina *self-fulfilling prophecy*, *profecía autocumplida*, creando círculos viciosos de retroalimentación positiva que normalmente evocan y provocan la catástrofe de los evaluados. En efecto, el descenso de calificación hace que suban los intereses para la organización y además también pueden verse afectados negativamente otros contratos con otras entidades financieras, lo que resulta en un aumento de gastos y un subsiguiente descenso de solvencia. En algunos casos, los grandes préstamos a compañías pueden incluir una cláusula, que hace que el préstamo deba ser devuelto en su totalidad si la calificación de estas cae por debajo de un cierto punto, normalmente el de calificación de bono especulativo o basura. El objetivo de estas cláusulas desencadenadas por la calificación es asegurar que el inversor, o prestamista, generalmente bancos, pueda reclamar activos de una empresa en dificultades antes de que la empresa se declare en bancarrota y se nombre un interventor para repartir las deudas de la misma. Los efectos de esas cláusulas son, con probabilidad rayana en la certeza, devastadores, más aún, deletéreos. En el caso peor, el más habitual, generalmente, una vez que la agencia de calificación degrada la calificación de una empresa, los créditos y préstamos de la misma deben ser devueltos *ipso facto* en su totalidad y, dado que es incapaz de pagar todos sus préstamos, cabal e instantáneamente, se ve obligada, tras la espiral sin fin, a la bancarrota. Este tipo de cláusula, parece ser, fue determinante en el caso Enron. Desde entonces, las grandes agencias han puesto empeño en detectarlas y disuaden su uso, mientras que la SEC exige que las empresas de capital público estadounidense hagan pública su existencia.

Por otra parte, y como es más que sabido, para que una profecía se cumpla siempre, basta con no ponerle fecha, pues si en un momento se realiza ya está, y si no siempre se puede argumentar que se realizará más adelante. Justamente esto es lo que hacen las *hijas de Elena*.

3. *Incompetencia y falta de calidad y previsión: de las hipotecas subprime a Enron y Lehman Brothers.* La ya citada crisis de las hipotecas subprime, o de alto riesgo, es, tal vez, la principal responsable del debate sobre el papel que juegan las agencias de calificación en los mercados financieros internacionales. Esta crisis se inició en EE.UU. en la primavera de 2007, cuando se produjo un incremento en el número de impagos de dichas hipotecas *subpri-*

me, así como un descenso en el precio de los activos inmobiliarios. Debido a esto, el valor de los instrumentos relacionados con la titulización o conversión de esos activos en forma de préstamos en valores negociables en el mercado, del mercado hipotecario disminuyó considerablemente, produciendo importantes pérdidas a las entidades que habían invertido en ellos. Y lo que fue mucho peor es que la epidemia se convirtió en pandemia al venderse gran parte de esas emisiones de titulización de EE.UU. en los mercados internacionales. Esto produjo todo tipo de consecuencias, indeseadas e indeseables, entre las que cabe destacar: la drástica reducción del volumen de contratación en el mercado interbancario. La reducción de la liquidez en los mercados primarios de renta fija, especialmente en el segmento de los productos estructurados, es decir, aquellos productos financieros con tantas interacciones que al final se vuelven prácticamente opacos para los inversores. El aumento significativo de las primas de riesgo que pagan las entidades de crédito. Y el denominado colapso crediticio, *credit crunch*, que ha afectado tanto a entidades financieras, como a empresas y particulares, limitando el acceso a la financiación ajena.

Este fallo de prevención y evaluación del riesgo que suponían estos productos tóxicos, es decir, aquellos que no solo son malos para sí mismos sino que, además, pueden contaminar y *hacer malos* a otros, ha puesto a las calificadoras en el centro de la diana, siendo objeto de críticas, dando pie a propuestas de la urgente necesidad de reformas del negocio de la calificación crediticia.

Desde el inicio de la crisis económica de 2008, ninguna de las hijas de Elena la previó. Más aún, pues sus fallos ante crisis como la de Enron, cuyas calificaciones permanecieron como normales hasta cuatro días antes de su bancarrota, a pesar de que las tres conocían los problemas gravísimos de la empresa, y los inicios de la actual con Lehman Brothers con calificaciones buenas antes de la debacle, fueron apoteósicos.

Esta baja calidad de las calificaciones efectuadas, demostrando ser totalmente erróneos en ciertos casos en los que diferentes emisores recibieron la calificación más alta pocos días antes de quebrar (ABC, 2012) (GARCÍA, 2007) (POZZI, 2011) (RT, 2011) (SETTY, 2003) (ZAMORA, 2011), evidenciaron los graves defectos y múltiples fallos de las hijas de Elena. De forma directa, muchos autores acusan directamente a las agencias de ser causa de la actual crisis financiera (*El siglo de Europa*, 2011) (ESTEVEZ, 2011) (HUKY, 2012).

El exdirector del FMI dijo en abril del 2010: *Las agencias de rating no siempre aciertan. La gente les cree y por eso tienen influencia a corto plazo, pero a largo plazo lo que predominan son otros factores.* Antes, el 29 de septiembre de 2010, el FMI acusó a las agencias de calificaciones de riesgo por sus usos y abusos a contribuir *involuntariamente* a la inestabilidad financiera.

Por otra parte, la mala calificación de productos estructurados que no reflejaban, en la mayoría de las ocasiones, el riesgo de la inversión hecha.

5. *Chantaje gansteril.* El hecho de que haya tan poca competencia hace que se produzcan comportamientos *gansteriles*, de abuso de poder por parte de las agencias de calificación, como son:

- a) Calificaciones no solicitadas. El caso de la multinacional de seguros alemana Hannover Rück es paradigmático al respecto. Moody's publicó una calificación no solicitada de Hannover Rück, con una carta posterior en la que indicaba que *esperaba el día en que Hannover estaría dispuesta a pagar*, así de burdo. Cuando la empresa se negó a satisfacer el chantaje, Moody's continuó calificándola, pero, eso sí, rebajando su calificación durante años sucesivos mientras continuaba realizando el vil chantaje, mediante peticiones de pago, que la aseguradora rechazó. En 2004, Moody's llevó la calificación de la deuda de Hannover al estatus de basura y, aunque las otras agencias le habían dado buenas calificaciones, los accionistas de la aseguradora quedaron conmocionados con la degradación y Hannover perdió 175 millones de dólares en capitalización. Y naturalmente esta mala puntuación originó despidos masivos (KLEIN, 2004). Este es uno más de los abusos y chantajes realizados por las agencias hacia diferentes empresas por medio de calificaciones a la baja no solicitados (KLEIN, 2004). Es decir, se generan calificaciones interesadas y de baja calidad. En efecto, siendo benévolos, al contar con información limitada, generalmente, la calificación es peor que la obtenida si se contase con información completa. Y lo peor es que esta se utiliza como medida de presión para que la empresa termine contratando los servicios de la calificador. Y curiosamente, esta termina siendo, en prácticamente todos los casos, mejor que la inicial.
- b) Mercado cautivo. Otra práctica *gansteril*, habitual en las hijas de Elena, es la calificación punitiva, que consiste en la bajada sistemática de algunos escalones 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 la nueva estructura. Así se fuerza a los emisores a calificar todas sus estructuras con la misma agencia.

En este apartado también se encuentra la búsqueda de la cautividad de los clientes al usar la *venta en lotes*, mediante el cual la agencia solo emite una calificación de una emisión si el emisor se compromete a calificar con la misma agencia nuevas emisiones.

- c) Finalmente, una fracción de los honorarios de las agencias son negociables, lo cual incide sobre la calificación. Así, en ocasiones se produce una distorsión, conocida como *ir de tiendas para la calificación, rating shopping*, que consiste en la búsqueda de otra evaluación más favorable si la otorgada inicialmente no conviene al emisor.
5. Obsolescencia y obscurantismo metodológico. De hecho, no se conocen los principios, leyes, parámetros, variables; en fin, las ecuaciones y datos con las que trabajan sus modelos. Esta falta de transparencia en el proceso empleado por las agencias para asignar calificaciones a las diferentes empresas e instituciones (CAÑO, 2012) parece que sea imposible al analizar y eventualmente cuestionar sus evaluaciones.
6. Arbitrariedad. Una parte de la calificación se basa en *opiniones* de sus *expertos*. Las agencias de calificación están registradas como agencias periodísticas, por lo que legalmente solo hacen labores informativas. No están sujetas, pues, a las reglas, es decir, derechos, deberes y responsabilidades, de las firmas de auditoría que deben preservar la transparencia de sus informes y que responden con su patrimonio en caso de una quiebra que no se haya advertido en las auditorías y haya ocasionado perjuicios a un tercero.

7. Conflicto de intereses. Este conflicto se produce en una doble vertiente. Por una parte, debido a que las agencias son calificadoras y consultoras a la vez. A este respecto, el Código de Conducta de las Agencias de Calificación de Crédito (IOSCO) recomienda la creación de «murallas chinas», en las agencias de evaluación, que separen las actividades de calificación de las de asesoramiento. Por otra parte, este 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. Es decir, el hecho de que son los propios clientes, que pagan, los que son calificados, es lo que motiva el gran número de críticas. Su estrecha relación, tanto con las empresas como con los países emisores que califican, lo que hace que sean, más que arbitrarias, interesadas en sus calificaciones.
8. Confusión conceptual. En lo concerniente a las calificaciones que otorgan, las *hijas de Elena*, comenten varios errores de *libro*. En primer lugar, aunque disfrazados con el equivalente a las notas de los estudios norteamericanos, en realidad lo que hacen es clasificar las emisiones.

Como es más que sabido, los conceptos clasificatorios, junto con los comparativos y los métricos son los conceptos transversales presentes en todos los dominios científicos. Ahora bien, para que sean correctos, deben cumplir obligatoriamente dos tipos de condiciones; a saber: formales o necesarias y materiales o suficientes. Las primeras son estructurales y comunes a todos los dominios de evaluación e independientes de dicho dominio. Las segundas son específicas y peculiares del dominio concreto donde se realice la evaluación. Entre estas cabe citar: la naturalidad, expresividad y facilidad del cálculo. Ciertamente, ninguna de las evaluaciones de cualquiera de las *hijas de Elena* cumple, efectivamente, alguno de dichos criterios materiales. Y lo que es aún peor, tampoco verifica las condiciones formales de adecuación. El exponer las razones de este incumplimiento, aquí y ahora, excede el ámbito de este trabajo, pero solo por dar un ejemplo, se hacen clasificaciones multicriterio sin que se utilicen los métodos de la taxonomía numérica, que serían los más adecuados en este caso. Esto hace que algún producto pueda caer en más de una clase. Por otra parte, el uso de escalas tampoco es correcto, además de confuso y ambiguo.

Como ellos mismos dicen, y a modo de confesión de parte sin necesidad de prueba en contrario, las agencias calificadoras emiten solo opiniones. Pero, eso sí, las disfrazan con el ropaje y pseudoavales científicos, tales como el uso de modelos, con pretensiones prospectivas, aunque, confundiendo churras con merinas, hablando siempre de previsiones. Esto es, de nuevo muestran que confusión y, o, ignorancia, pues no distinguen entre previsión y prospectiva, por una parte, y la adivinación y los augurios de la profecía, por otra.

9. Anquilosamiento. Por otro lado, al tratarse de una industria madura en el que las empresas cuentan con un gran poder de mercado, no se realizan todos los cambios e innovaciones, en materia de metodologías de evaluación, exigibles. Esto, en un sector en continua evolución como es el financiero, y en un mundo de intenso dinamismo donde lo único permanente es el cambio, en el que continuamente se desarrollan productos financieros cada vez más sofisticados y complejos, constituye un *handicap* que solo se puede superar si las empresas más reputadas y con una mayor cuota de mercado encuentran los incentivos necesarios para desarrollar nuevos métodos de evaluación más ajustados a las necesidades cambiantes del mercado financiero actual. Lo que a día de hoy no es el caso.

10. Ataque deliberado a los intereses europeos por parte de las agencias americanas (ABC, 2012) (HIGUERAS, 2012) (PÉREZ, 2011) (QUATRENER, 2012). Existen propuestas para la creación de una agencia de calificación de riesgos europea que sea capaz de competir con el oligopolio de las tres grandes y evitar así el ataque deliberado a los intereses de las entidades de la zona euro (*La Vanguardia*, 2012).

6. RESUMEN Y CONSIDERACIONES FINALES

Algunas de las críticas enumeradas tienen que ver directamente con el oligopolio existente, la OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) (OCDE, 2010) defiende una profunda reforma del mercado de las agencias de calificación realizando propuestas encaminadas a eliminar el monopolio existente, a crear un modelo centrado en el inversor y un nuevo marco legal que regule, en mayor medida, a las agencias. Sin embargo, eso podría no ser suficiente en opinión de diferentes autores que han realizado propuestas encaminadas a cambiar el modelo existente.

La falta de una entidad que evalúe a las propias agencias y supervise su funcionamiento para garantizar que el inversor reciba la mejor información posible (GÓMEZ, 2012) (LA OREJA FERROZ, 2012) es una necesidad sentida e imperiosa. Mejor hoy que mañana.

Aparte de la regulación planteada por IOSCO, entre las propuestas más destacadas en el ámbito de las agencias de calificación de riesgos destaca la realizada por SETTY y RANDALL (SETTY, 2003). En ella, se presenta un conjunto de recomendaciones a seguir en el ámbito de las agencias de calificación de riesgos, entre las que cabe destacar las siguientes: prestar atención a la modificación de los procesos seguidos en las agencias para evitar los efectos colaterales, actualizar las calificaciones con mayor frecuencia, aumentar la transparencia en el proceso, y acceso igualitario a la información por parte de cualquier inversor.

GARCÍA y VICENS (GARCÍA, 2000 y 2006) proponen un mecanismo que, mediante la utilización de un modelo con datos de panel, consiga definir una medida de riesgo soberano altamente correlacionada con las notas crediticias que elaboran las tres grandes agencias. Para ello realizaron un estudio de los indicadores económicos que mejor explican la calificación realizada por las grandes agencias, siendo estos incorporados al panel de datos y utilizados con el objetivo de clasificar las entidades mediante un modelo de regresión.

Cabe destacar también entre las propuestas existentes la de potenciar el modelo de calificación de riesgos denominado *wikirating*, que funciona de forma similar a como lo hacen las *wikis* colaborativas, permitiendo así realizar calificaciones más baratas y accesibles por los inversores (Euroxpress, 2012) (LIDÓN, 2012).

Para continuar, *las hijas de Elena* tienen muy presente el hecho de que el catastrofismo siempre opera a favor del vaticinador del mismo, pues si ocurre, actúan, como mínimo, como en el parchís *comen una y cuentan veinte*, y si no acaece, el alivio es tan grande que enseguida se olvida el pati-

nazo. Además, de nuevo muestran confusión y, o, una ignorancia supina, o, interesada, entre lo que son los conceptos clasificatorios, comparativos y métricos.

Finalmente, son conscientes de algo obvio, jamás ponen fecha a la profecía, augurio, vaticinio o lo que sea, que emiten, eso sí, como opinión. En efecto, como es más que sabido, una profecía sin fecha de caducidad siempre es imposible de certificar su falsedad.

En suma, la mezcla de *profecía autocumplida*, catastrofista y sin fecha, que es lo que, en realidad, es la opinión de las hijas de Elena, si no fuera por las consecuencias deletéreas que comporta, se reduciría al timo de la estampita como el producido por los adivinos televisivos. Aunque, ciertamente, un timo sin riesgos legales y realmente económicamente rentabilísimo.

Bibliografía

- CAÑO, X. [2012]: «Oscuras agencias de calificación», *El Libre Pensador*.
- CARABALLO, M. [2011]: «Agencias de ratings en el punto de mira», *Gurus Blog*, fecha de consulta: 1 de marzo de 2012, <http://www.gurusblog.com/archives/agencias-de-rating-en-el-punto-de-mira/27/12/2011/>.
- El Siglo de Europa [2011]: «Las todopoderosas agencias de calificación», *El Siglo de Europa*, n.º 919.
- Euroxpress [2012]: Wikirating, la alternativa popular a las agencias de calificación.
- Fitch Ratings [2012]: <http://www.fitchratings.com>, fecha de consulta, 1 de marzo de 2012.
- FMI [2010]: *Global Financial Stability Report*, Chapter 3.
- GARCÍA, J. [2012]: «Carta a la Reina», *Libertad Digital*, fecha de consulta: 1 de marzo de 2012. <http://m.libertaddigital.com/?op=opinion&id=62798>.
- GARCÍA, O. y RODRÍGUEZ, M. [2007]: «Simulación de las calificaciones de rating de la agencia S&P mediante redes neuronales artificiales y ratios financieros», *XIX Congreso anual y XV Congreso Hispano Francés de AEDEM*, 2.
- GARCÍA, S. y VICÉNS, J. [2000]: *Especificación y estimación de un modelo de riesgo de país*, UAM.
- [2006]: «Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes», *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 24-1, págs. 559-581.
- GÓMEZ, A. [2011]: «¿Quién califica a las calificadoras de riesgo?» *Alejandrogomezamez's blog*, fecha de consulta: 1 de marzo de 2012, <http://alejandrogomezamez.wordpress.com/2011/08/12/¿quien-califica-a-las-calificadoras-de-riesgo>.
- HIGUERAS, G. [2012]: «Las agencias de calificación trabajan a favor del dólar», *Diario El País*.
- HUKY, R. [2010]: *Se va conociendo la implicación de las agencias de rating en la crisis financiera*, fecha de consulta: 1 de marzo de 2012. <http://www.gurusblog.com/archives/author/guruhucky/>.
- KLEIN, A. [2004]: «Credit raters' power leads to abuses, some borrowers say», *The Washington Post*.
- La Oveja Feroz [2010]: *¿Quién evalúa a Standard & Poor's?*, fecha de consulta: 1 de marzo de 2012, <http://laovejaferoz.blogspot.com/2010/06/quien-evalua-standard-poops.html>.

- LaVanguardia.com [2011]: Merkel aboga por una agencia de calificación de riesgos con sede europea. Fecha de consulta: 1 de marzo de 2012. <http://www.lavanguardia.com/economia/20110618/54172738717/merkel-aboga-por-una-agencia-de-calificacion-de-riesgos-con-sede-europea.html>.
- LIDÓN, L. [2012]: «Tiembra Moody's, llega la wikipedia de los rating», *Eleconomista.es*.
- MOODY, J. [1917]: *Moody's analyses of investment. Steam railroads*.
- O'REILLY, R. [2006]: *Harnessing Collective Intelligence*, <http://radar.oreilly.com/2006/11/harnessing-collective-intellig.html>.
- OECD [2010]: *Competition and Credit Rating Agencies. OECD Heaerrings*.
- PÉREZ, F. y QUIÑONERO, J.P. [2012]: «Un ataque masivo de S&P a la UE golpea a España y derriba la triple A francesa», *Diario ABC*.
- PÉREZ, M.J. [2012]: «Negocio y poder tras las agencias de calificación», *Diario ABC*, 22 de enero de 2012, págs. 4-7.
- [2012]: «Negocio y poder tras las agencias de calificación», *Diario ABC*.
- PINEDO, N. [2011]: «Una aproximación a la industria de calificación crediticia: ¿está justificada la polémica?», *RCyT. CEF*, n.º 350-1, págs. 155-194.
- POZZI, S. [2011]: «Una extensa lista de errores», *Diario El País*.
- QUATREMER, J. [2011]: «¿A qué juegan las agencias de calificación?», *PressEurop*.
- SETTY, G. y RANDALL, D. [2003]: «Credit Rating Agencies: their impact on capital flows to developing countries», *Financial Policy Forum*, Special Policy Report 6.
- Standard & Poor's [1885]: *Poor's manual of railroads*. NY Poor's Pub. Co.
- [2009]: *Guía sobre aspectos fundamentales de las calificaciones crediticias*.
 - [2012]: *Guide to Credit Raring Criteria. Why criteria are important and how the are applied*.
- Standard & Poor's, Credit FAQ [2012]: *Factors behind our rating actions on eurozone Sovereign Governments*.
- SYLLA, R. y WRIGHT, R. [1994]: «Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America. 2», *Business and Economic History On-Line*.
- The Wall Street Journal [2008]: *AAA Oligopoly*.
- [2009]: *A Triple-A Idea: Ending the rating oligopoly*.
- WHITE, L.J. [2010]: «Markets: the credit rating agencies», *Journal of Economics Perspectives*, vol. 24, n.º 2, págs. 211-226.
- ZAMORA, J. [2012]: «Las agencias de calificación: los oráculos también yerran», *El Imparcial*.