

LA PÉRDIDA DE CONFIANZA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA



Rafael Pérez Fernández

Tesis Máster dirigida por la Prof. Dra. Begoña Álvarez García

y la Prof. Dra. Lucía Boedo Vilabella

A Coruña, 2012

Facultade de Economía e Empresa

Máster Oficial en Banca e Finanzas



**UNIVERSIDADE
DA CORUÑA**

Resumen

En el presente trabajo se intenta dar una visión global sobre las Agencias de Calificación Crediticias, para a continuación centrarse en la posible pérdida de confianza de las Agencias, analizando el porqué de la misma, y finalizar con unas soluciones propuestas para mejorar tanto el funcionamiento de las Agencias como del mercado de calificación crediticio.

Índice

1 INTRODUCCIÓN	5
2 LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	8
2.1 Qué es una Agencia de Calificación	8
2.2 Qué es una calificación.....	8
2.3 Cuáles son las Agencias de Calificación.....	9
2.3.1 Standard & Poor´s.....	10
2.3.2 Moody´s.....	11
2.3.3 Fitch.....	13
2.3.4 A.M. Best.....	15
2.3.5 Dominion Bond Rating Service.....	16
2.3.6 Egan-Jones Rating Company.....	16
2.3.7 Japan Credit Rating Agency, Ltd.....	16
2.3.8 Kroll Bond Rating Agency.....	17
2.3.9 Rating and Investment information, Inc.....	17
2.3.10 Morningstar Credit Rating.....	17
2.3.11 Otras Agencias.....	18
2.4 Cuáles son sus notas de calificación.....	18
2.5 Tipos de calificación.....	21
2.5.1 Calificaciones obligatorias y voluntarias.....	22
2.5.2 Calificaciones solicitadas y no solicitadas.....	22
2.6 Procedimientos de calificación.....	23
2.6.1 Metodología para la calificación de Corporaciones.....	25
2.6.2 Metodología para la calificación de Instituciones Financieras.....	26
2.6.3 Metodología para la calificación de una Compañía de Seguros.....	27

2.6.4	Metodología para la calificación de Bonos Soberanos.....	27
2.7	Las funciones de las Agencias de Calificación.....	28
2.8	Los efectos de las calificaciones de las Agencias.....	29
2.8.1	Efectos sobre los inversores.....	29
2.8.2	Efectos sobre los inversores.....	30
2.8.3	Efectos sobre los Estados.....	30
2.9	Tipos de usuarios de las calificaciones.....	31
2.9.1	Usuarios públicos.....	31
2.9.2	Usuarios privados.....	31
2.10	Problemas del mercado de calificación.....	32
2.10.1	Excesiva concentración: oligopolio.....	32
2.10.2	Barreras.....	32
2.10.2.1	Barreras de mercado.....	32
2.10.2.2	Barreras regulatorias.....	33
2.10.3	Conflictos de interés.....	33
2.10.4	Otros problemas.....	34
2.11	La regulación de las Agencias.....	36
2.11.1	La regulación en Estados Unidos.....	36
2.11.2	La regulación en Europa.....	37
2.12	Procedimiento para la solicitud de registro de una Agencia: el caso europeo.....	40
3	PÉRDIDA DE CONFIANZA EN LAS AGENCIAS.....	40
3.1	Cambios en la regulación.....	41
3.2	Las denuncias.....	41
3.2.1	España.....	41
3.2.2	Italia.....	43
3.2.3	Estados Unidos.....	44

3.2.4	Portugal.....	44
3.2.5	Alemania.....	45
3.3	Variación de la prima de riesgo ante una bajada de la calificación.....	45
4	CAUSAS DE LA PÉRDIDA DE CONFIANZA DE LAS AGENCIA...	49
4.1	El caso WorldCom.....	49
4.2	El caso ENRON.....	50
4.3	El caso Lehman Brothers.....	52
4.4	Las hipotecas subprime.....	53
5	SOLUCIONES PROPUESTAS.....	63
5.1	Una mejor regulación: el caso europeo.....	63
5.2	Ampliar el número de participantes en el mercado de las calificaciones crediticias.....	70
5.2.1	Dagong Global Credit Rating Co Ltd. 大公国际资信评估有限公司.....	70
5.2.1.1	Historia.....	70
5.2.1.2	Un nuevo punto de vista.....	72
5.2.2	Una Agencia europea.....	76
6	CONCLUSIONES.....	79
7	BIBLIOGRAFÍA.....	82

Índice de Tablas

Tabla 1 Notas de calificación de S&P.....	19
Tabla 2 Notas de calificación de Moody's.....	20
Tabla 3 Notas de calificación de Fitch.....	21
Tabla 4 Tipo de calificaciones según las relaciones entre emisor y ACC.....	23
Tabla 5 Etapas para registrarse ante ESMA.....	40
Tabla 6 Rebajas de calificación de España.....	46
Tabla 7 Datos de la prima de riesgo española.....	47
Tabla 8 Cuadro temporal del caso WorldCom.....	50
Tabla 9 Cuadro temporal del caso ENRON.....	52
Tabla 10 Cuadro temporal del caso Lehman Brothers.....	53
Tabla 11 Impagos producidos por producto y año.....	57
Tabla 12 Calificación de financiaciones estructuradas impagadas en capital asignado en origen el año 2009.....	59
Tabla 13 Evaluación de la calificación de las hipotecas alternativas otorgadas en el período 2005-2007.....	60
Tabla 14 Evaluación de la calificación de las hipotecas subprime otorgadas en el período 2005-2007.....	61
Tabla 15 Evaluación de la calificación de las hipotecas totales otorgadas en el período 2005-2007.....	61
Tabla 16 Notas de calificación de Dagong.....	73
Tabla 17 Notas con las que las Agencias califican a los principales países.....	74
Tabla 18 Asignación numérica a las calificaciones.....	75
Tabla 19 Referencias numéricas para los países.....	76
Tabla 20 Correlación entre las cuatro mayores ACCs.....	76

Índice de Gráficos

Gráfico 1 Cuota de mercado de las ACCs registradas como NRSRO en el año 2009.....	9
Gráfico 2 Accionistas de McGraw&Hill, propietaria de S&P.....	11
Gráfico 3 Accionistas de Moody's.....	13
Gráfico 4 Accionistas de Fitch.....	15
Gráfico 5 Proceso de elaboración de una calificación.....	24
Gráfico 6 Metodología para la calificación de una corporación.....	25
Gráfico 7 Metodología para la calificación de una institución financiera.....	26
Gráfico 8 Metodología para la calificación de una compañía de seguros.....	27
Gráfico 9 Metodología para la calificación de bonos soberanos.....	28
Gráfico 10 Línea temporal de regulación de las ACCS.....	39
Gráfico 11 Variación de la prima de riesgo española.....	48
Gráfico 12 Distribución de impagos en función de la calificación otorgada en origen.....	58
Gráfico 13 Comparativa de las calificaciones asignadas en origen y en impago a las financiaciones estructuradas impagadas en capital en el año 2009.....	59

1 Introducción

En este trabajo se intenta esclarecer el complicado mundo de las Agencias de Calificación Crediticia, tratando de entender cómo han ido evolucionando desde sus orígenes y cuál es el papel que tienen en la actualidad en los mercados.

Para ello, en el apartado 2, se muestra una visión global de las Agencias y de sus métodos de calificación, así como de los mercados en los que operan y de las regulaciones que se les aplican.

Una de las hipótesis de esta investigación es que las Agencias han perdido la confianza de los inversores, por lo que en el apartado 3 se analizan varios ejemplos que ponen de relieve este hecho, siendo el más relevante un estudio empírico sobre la prima de riesgo española, que pretende demostrar que la actuación de los inversores ya no responde automáticamente a una bajada de calificación de la deuda.

En el apartado 4 se analizan los casos más famosos de quiebras de empresas o de productos “basura” en los que las Agencias actuaron tarde y mal, dañando su imagen en los mercados, lo que ha venido provocando una creciente desconfianza de los inversores.

En el apartado 5, se presentan distintas pautas que, a nuestro parecer, pueden mejorar el funcionamiento de las Agencias y del mercado de las calificaciones crediticias, centrándonos en una propuesta de regulación europea y en ampliar el número de Agencias que operan en los mercados occidentales.

Por último, se incluyen las principales conclusiones y resultados que hemos obtenido al elaborar el presente trabajo.

2 Las Agencias de Calificación Crediticia

2.1 Qué es una Agencia de Calificación

Existen diversas definiciones para las Agencias de Calificación Crediticia, ACCs, o Agencias de Rating. El Reglamento (CE) nº 1060/2009 se refiere a ellas como “personas jurídicas cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional”. Por su parte, la Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO, define a las Agencias como “compañías que asignan calificaciones crediticias a emisores y a ciertos tipos de emisiones de deuda incluyendo, por ejemplo, valores de deuda cotizados y no cotizados, y acciones preferentes”.

2.2 Qué es una calificación

Podemos referirnos a las calificaciones crediticias como a un “dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación”. En opinión de las propias Agencias, las calificaciones crediticias son “opiniones sobre la capacidad relativa de una entidad o de un valor emitido de lograr sus objetivos financieros tales como intereses, dividendos preferentes o restitución de principal. Son opiniones sobre la solvencia futura, pero no proporcionan una garantía de la evolución futura de la entidad o del instrumento calificado”. La calificación crediticia debe ser: “completa, porque ha de reflejar toda la

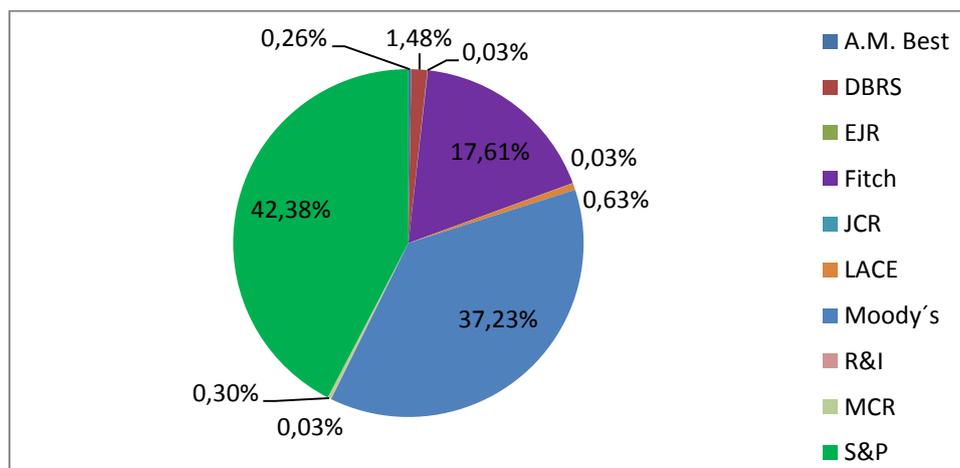
información relevante que sea conocida por la Agencia, incondicionada, porque debe estar influida, únicamente, por factores relevantes para la determinación del riesgo crediticio y, por otro lado, no debe tener en cuenta los efectos colaterales que pueda ocasionar.”

2.3 Cuáles son las Agencias de Calificación

Existen numerosas Agencias, pero el sistema de registro NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organization), que es el sistema vigente en los Estados Unidos, reconoce 10 Agencias a septiembre de 2011: Standard & Poor’s Rating Services (S&P); Moody’s Investor Services, Inc.; Fitch, Inc.; A.M. Best Company, Inc.; Dominion Bond Rating Service (DBRS); Egan-Jones Rating Company (EJR); Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR); Kroll Bond Rating Agency (KBRA); Rating and Investment information, Inc. (R&I) y MCR (Morningstar Credit Rating).

Como se muestra en el gráfico 1, S&P, Moody’s y, en menor medida, Fitch copan el mercado.

Gráfico 1 Cuota de mercado de las ACCs registradas como NRSRO en el año 2009



Fuente: SEC (2011). “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” disponible en

<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0111.pdf>. Consultado 12/06/12

Las ACCs que cumplen una serie de requisitos en Europa reciben la denominación de ECAI (External Credit Assessment Institutions). Tienen la denominación de ECAI S&P, Moody's, Fitch y DBRS.

A continuación hablaremos de las Agencias que están registradas en el NRSRO.

2.3.1 Standard & Poor's

Su origen se remonta al año 1860. Henry Varnum Poor, un pionero en la información financiera, publica un libro en el que detalla el estado financiero de las compañías que participan en el negocio del ferrocarril. El libro, que se actualizaba cada año, obtuvo un gran éxito, ya que los prestamistas querían tener más y mejor información sobre los riesgos que corrían, y poder así decidir sus actuaciones. En 1873 ayuda a su hijo, Henry William Poor, a crear una empresa de seguros, corretaje y banca, Poor and Co. En 30 años, la empresa fue una de las empresas punteras de Wall Street.

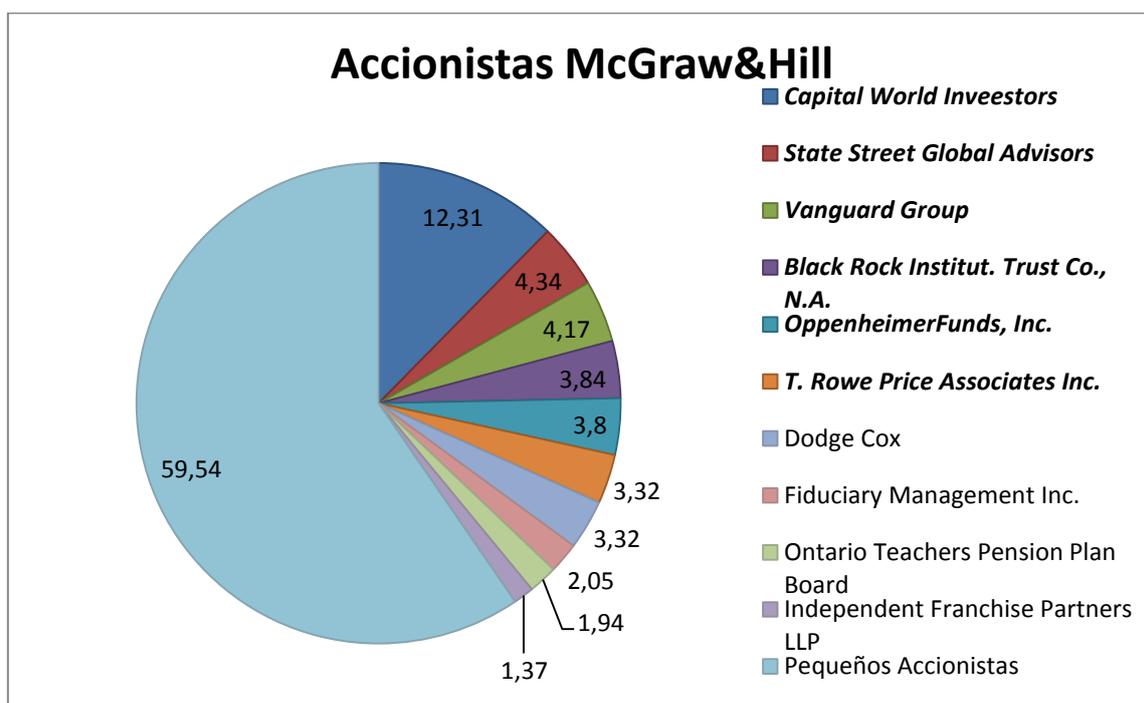
En 1941 se fusiona con la editorial de publicaciones estadísticas Estándar Statistics, formando lo que hoy conocemos como Standard & Poor's Corp. Debuta publicando un libro sobre las calificaciones de 7.000 municipios, marcando el camino que seguiría la empresa en el futuro.

Pero no sólo de calificaciones vivirá la empresa. Antes de la fusión, Standard crea un índice de 233 empresas. 25 años después de la fusión, dicho índice se ve aumentado hasta su formato actual de 500 empresas, formando el S&P 500 Index.

En 1966 fue adquirida en su totalidad por el gigante editorial estadounidense Mc Graw & Hill, habiendo cotizado con anterioridad de manera independiente en bolsa.

Standard&Poor's no cotiza en bolsa, pero sí lo hace su propietaria McGraw&Hill. En el gráfico 2 mostramos los principales accionistas de McGraw&Hill para conocer los verdaderos propietarios de Standard&Poor's.

Gráfico 2. Accionistas de McGraw&Hill, propietaria de S&P



Fuete: <http://finance.yahoo.com/q/mh?s=MHP+Major+Holders> visto el 29/07/11

2.3.2 Moody's

John Moody Company & Company fue fundada en 1900, siendo su primer producto *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*. La compañía no sobrevivió a la crisis de 1907, y tuvo que vender sus activos, incluido el manual. Se refundó en 1909 y comenzó publicando análisis financieros sobre el riesgo en el sector ferroviario. Se cree que su fundador, John Moody, fue quien introdujo el sistema de calificación de valores en Estados

Unidos. En 1958 su fundador muere, y precipita que cuatro años después la compañía sea adquirida por Dun&BradStreet Co.

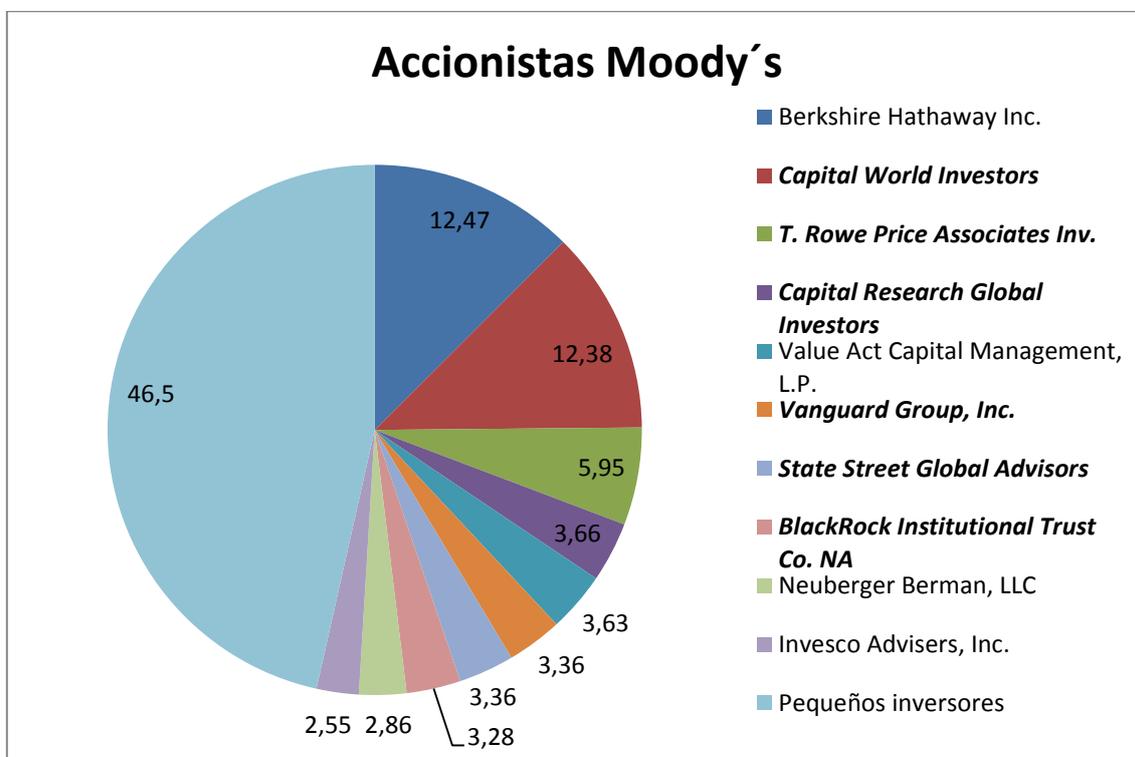
El auge de la empresa llega en la década de los 70. La compañía da el salto a la calificación de deuda comercial, y cambia su política de financiación, siendo los emisores quienes pagan por que se les califique. Estos cambios propician que de 3 países “cubiertos” por la Agencia a principios de la década, se pase a más de 100 en el inicio de siglo.

En el año 2000 Dun&BradStreet Co. vende Moody’s, lo que provoca que los grandes inversores entren en su accionariado, incluido el gurú de las inversiones Warren Buffet, a través de la empresa Berkshire Hathaway Inc.

Abrió sus oficinas en Madrid en 1993.

En el Gráfico 3 podemos observar los principales accionistas de Moody's.

Gráfico 3. Accionistas de Moody's



Fuete: <http://finance.yahoo.com/q/mh?s=MCO+Major+Holders> visto el 29/07/11

2.3.3 Fitch

Hablar de Fitch Ratings es hablar de varias compañías a la vez.

Por un lado tenemos a Fitch Publishing Company, que fue fundada en 1913 por John Knowles Fitch. Con sede en Nueva York, Fitch comenzó como editor de estadísticas financieras.

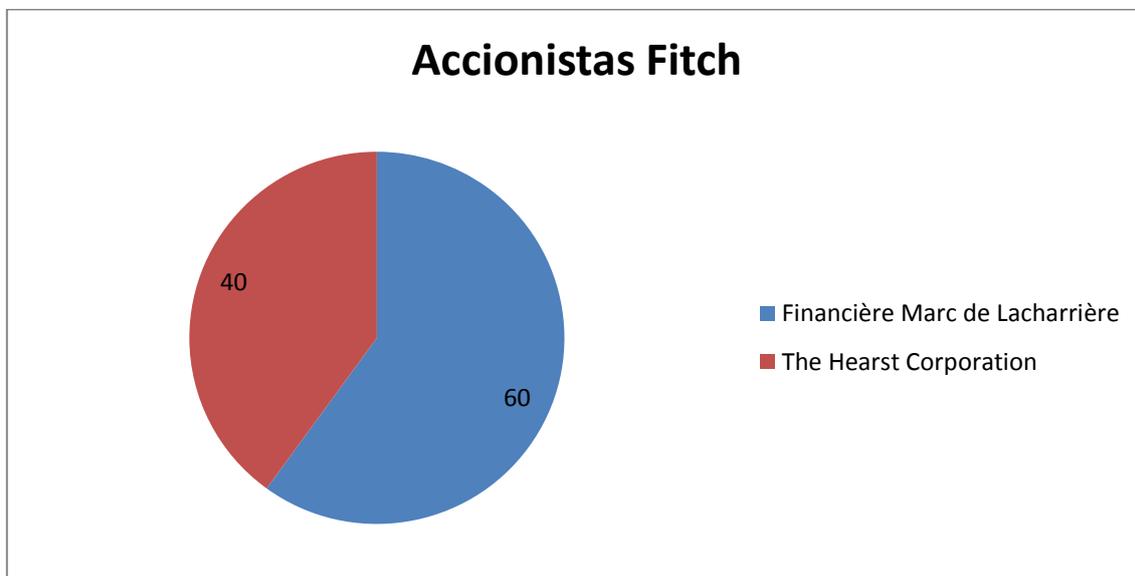
Por otro lado tenemos Inter Bank Company Analysis (IBCA). Fundada en 1978 como entidad independiente, fue una compañía de calificación especializada en el análisis de la solvencia de los bancos.

Por último tenemos a Fimalac. Fundada en 1991 por el francés Marc Ladreit de Lacharrière. Es un holding con negocios en tres sectores bien diferenciados: servicios financieros, actividades inmobiliarias y diversificación de inversiones. Dentro de los servicios financieros se encuentra la actual Fitch ratings. Primero Fimalac compró en 1993 IBCA. En 1996 también adquirió Quest, una Agencia más pequeña que integró en IBCA. En 1997 recibió una oferta de Fitch para vender IBCA, pero en vez de eso, el grupo francés cambió la oferta, y acabó comprando Fitch, uniendo las tres Agencias para crear Fitch Ratings.

Ya constituida como Fitch Ratings, Fimalac vendió una participación del 20% al grupo de comunicación estadounidense Hearst en el 2006. Al año siguiente la empresa alcanzó un 53% del accionariado de Coreia Ratings, la mayor ACC del país asiático. Y en el 2009, Fimalac vendió otra participación del 20% de Fitch a Hearst, con una opción para que ésta pueda comprar otro 10%.

En el Gráfico 4 podemos observar las dos compañías que se reparten Fitch, Fimalac y Hearst.

Gráfico 4 Accionistas de Fitch



Fuete: <http://www.expansion.com/2011/07/28/empresas/banca/1311889721.html> visto el 29/07/11

2.3.4 A.M. Best

A.M. Best fue fundada por Alfred M. Best en Nueva York en 1899. Es una ACC centrada en el mercado de seguros. Con sedes en Hong Kong y Londres, trasladó su sede principal a Nueva Jersey en 1965. Posee A.M. Best's Financial Suite, una base de datos con los estados financieros de las asegurados que forman la Association of Insurance Commissioners.

2.3.5 Dominion Bond Rating Service

DBRS es una ACC fundada en 1976 y que tiene su sede en Toronto. Cuenta además con oficinas en Nueva York, Chicago y Londres.

2.3.6 Egan-Jones Rating Company

EJR es una ACC fundada en 1995 en los EEUU. Destaca porque su fuente de ingresos proviene de los inversores y no de los emisores, a diferencia de las “tres grandes” (S&P, Moody’s y Fitch). El 16 de julio de 2011 se convirtió en la primera Agencia NRSRO que recortaba la nota de EEUU.

2.3.7 Japan Credit Rating Agency, Ltd

JCR es una ACC con sede en Tokio, fundada en 1985. Es una Agencia pequeña, con 90 empleados, y de ámbito local, aunque también publica las calificaciones de los principales países.

2.3.8 Kroll Bond Rating Agency

KBRA es una ACC fundada por Jules Kroll en el 2010 y con sede en Nueva York. Su fundador absorbió una antigua ACC, LACE (fundada en 1984 por el Dr. Barron H Putnam), para potenciar así KBRA.

2.3.9 Rating and Investment information, Inc

R&I es una ACC formada por la unión de dos empresas japonesas, The Japan Bond Research Institute (JBRI) y Nippon Investors Service, Inc. (NIS). JBRI fue fundada en 1975, mientras que NIS lo fue en 1985. Ambas empresas se unieron en 1998. Con su sede principal en Tokio, en 1999 abrió una sede en Hong Kong. En noviembre de 2011 fue dada de baja como Agencia NRSRO

2.3.10 Morningstar Credit Rating

Realpoint fue fundada en el año 2001, y tiene su sede en Horsham, Pensilvania. En el 2010 fue adquirida por el grupo Morningstar Inc., cambiando su nombre a Morningstar Credit Rating.

2.3.11 Otras Agencias

Otras Agencias no reconocidas como Agencias ECAI o NRSRO son: Baycorp Advantage (Australia), Bulgarian Credit Rating Agency (Bulgaria), Capital Intelligence (Chipre), Capital Standards Rating (Kuwait), Credo line (Ukraine), CreditSiren (Unión Europea), Credit Rating Information and Services Limited(CRISL) (Bangladesh), Dagong Global (China), First Afghan Credit Risk Ratings (FACRR) (Afghanistan), First Report (Reino Unido), Global Credit Ratings Co. (África), CRISIL (India), CARE (India), ICRA Limited (India), Muros Ratings (Rusia), Rapid Ratings International (EEUU) y Weiss Ratings (EEUU). La española Axesor comenzará a operar en el verano de 2012.

2.4 Cuáles son sus notas de calificación

Cada Agencia tiene su propio estándar de notas de calificación. En las Tablas 1,2 y 3 analizaremos las notas de las “tres grandes”.

La calificación de Standard & Poor’s distingue entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo.

En el largo plazo, y entre las categorías entre AA y CCC se puede un signo positivo o negativo para indicar su posición relativa dentro de las principales categorías.

Tabla 1 Notas de calificación de S&P

STANDARD & POOR'S			
D E U D A	AAA	Óptima calidad. Capacidad de reembolso de intereses y principal muy fuerte	GRADO DE INVERSIÓN
	AA	Alta calidad. Análoga a la anterior con capacidad de reembolso algo inferior.	
	A	Buena calidad. Análoga a las anteriores, puede verse afectada por cambios en las condiciones económicas.	
	BBB	Calidad satisfactoria. Capacidad adecuada de reembolso, que en cambio de circunstancias económicas reducirá probablemente.	
A L A R G O	BB	Mayor exposición frente a condiciones financieras o económicas adversas.	GRADO ESPECULATIVO
	B	Mayor vulnerabilidad. Condiciones adversas llevarían al incumplimiento del servicio de la deuda	
	CCC	Vulnerabilidad identificada. Solo circunstancias favorables pueden impedir el incumplimiento.	
	CC	Retrasos en reembolso de interés y principal.	
	C	Formulada solicitud de quiebra pero todavía reembolsa intereses y/o principal.	
P L A Z O	D	Emisión declarada incumplida ("in default").	CORTO PLAZO
	A-1	Alto grado de solvencia.	
	A-2	Capacidad de repago fuerte.	
	A-3	Capacidad satisfactoria. Algo vulnerable a cambios.	
	B	Capacidad adecuada de reembolso.	
	C	Capacidad dudosa de reembolso.	
D	Incumplida ("in default").		

Datos de www.standardandpoors.com y López (1996)

A lo largo del presente trabajo utilizaremos las notas de S&P como estándar, independientemente de la compañía que estemos hablando.

Moody's distingue entre deuda a largo plazo y corto plazo. Moody's aplica modificadores numéricos (1,2,3) entre las escalas Aa hasta B para indicar su posición relativa dentro de las principales categorías.

Tabla 2 Notas de calificación de Moody's

MOODY'S			
D E U D A	Aaa	La mejor calidad (Gilt Edge). Tiene elementos de protección.	VALORES DE INVERSIÓN
	Aa	Excelente calidad pero los elementos de protección algo inferiores.	
	A	Adecuada solvencia. Puede haber factores adversos en el futuro.	
	Baa	Ciertos elementos especulativos. Su futuro no es cierto si fallan a lo largo del tiempo ciertos elementos protectores.	
A L A R G O	Ba	Ciertos elementos especulativos. Su futuro no es cierto. Moderada seguridad de pago de intereses y principal.	VALORES ESPECULATIVOS
	B	Seguridad reducida en cuanto al pago de intereses y principal.	
	Caa	Standing inferior. Elementos de peligrosidad.	
	Ca	Muy especulativa. A veces incumplida ("in default").	
P L A Z O	C	Pocas posibilidades de reembolso de principal y/o intereses.	VALORES ESPECULATIVOS
	P-1	Capacidad de reembolso superior.	
	P-2	Capacidad de reembolso fuerte.	
	P-3	Capacidad de reembolso adecuada.	
C O R T O	N-P	No puede clasificarse en las categorías anteriores.	VALORES ESPECULATIVOS

Fuete: www.moody.com y López (1996)

Fitch distingue entre deuda a largo plazo y a corto plazo.

En el largo plazo, y entre las categorías entre AA y CCC se puede un signo positivo o negativo para indicar su posición relativa dentro de las principales categorías.

Tabla 3 Notas de calificación de Fitch

FITCH				
D E U D A A L A R G O P L A Z O	AAA	Las más alta calidad. Extraordinaria capacidad para pagar intereses y devolver el principal.	GRADO DE INVERSIÓN	
	AA	Alta calidad. Fuerte capacidad de pago, pero más vulnerable a cambios adversos.		
	A	Buena calidad. Fuerte capacidad para atender la deuda pero mayor vulnerabilidad frente a cambios adversos.		
	BBB	Calidad satisfactoria. Adecuada capacidad de pago. Probablemente debilitada por cambios adversos potenciales.		
	A L A R G O P L A Z O	BB	La capacidad de pago no es fuerte y se verá probablemente afectada a lo largo del tiempo por cambios económicos adversos.	GRADO ESPECULATIVO
		B	Con escasa protección por la débil capacidad del deudor para hacer frente a los pagos por intereses y principal a su vencimiento.	
		CCC	Presentes circunstancias podrían llevar al impago de intereses y/o principal de la deuda.	
		CC	Mínima protección. El impago de intereses y/o principal de la deuda parece probable.	
		C	El impago ha ocurrido ya o es inminente.	
D		Emisión declarada incumplida ("in default").		
C O R T O P L A Z O	F1	El mejor grado de calidad.	GRADO DE INVERSIÓN	
	F2	Grado de buena calidad.		
	F3	Grado de calidad razonable.		
	B	De carácter especulativo.	GRADO ESPECULATIVO	
	C	Posibilidad de impago alta.		
	D	Incumplida ("in default").		

Fuente: www.fitch.com y López (1996)

2.5 Tipos de calificaciones

Al hablar de tipos de calificaciones debemos distinguir entre obligatorias/voluntarias, y entre solicitadas y no solicitadas.

2.5.1 Calificaciones obligatorias y voluntarias

Atendiendo a los efectos de la calificación podemos distinguir entre calificaciones obligatorias, impuestas por ley o por pactos contractuales, o calificaciones voluntarias, habitualmente por iniciativa de emisores de acciones y otros valores de renta variable.

2.5.2 Calificaciones solicitadas y no solicitadas

Al contrario de lo que pueda parecer, no todas las calificaciones se realizan por encargo del emisor, sino que también existen las calificaciones no solicitadas, por lo que podemos diferenciar entre calificaciones solicitadas y no solicitadas. Las calificaciones solicitadas son la norma en el negocio: una empresa o país quiere realizar una emisión de un producto y contrata a una ACC para que califique dicho producto, por lo que a la hora de colocarlo pagará menos intereses al reducirse la incertidumbre. Por otro lado están las calificaciones no solicitadas, que surgen por iniciativa de una ACC. Cuando la Agencia realiza estas calificaciones, pueden pasar dos cosas: que el emisor participe facilitando la información necesaria, calificación no solicitada participada; o que la empresa decline facilitar información, calificación no solicitada no participada. A veces, estas calificaciones no solicitadas pueden ser una especie de “chantaje”, ya que la calificación no solicitada podría

ser errónea, por falta de información, lo que se solucionaría contratando a la citada Agencia para conseguir un rating más veraz. De hecho, en Cantwell (1998) se muestra que el 90% de los emisores calificados por primera vez solo por iniciativa de una Agencia, decidieron pagar por las siguientes revisiones de rating. Para forzar estas contrataciones, se utilizan tácticas violentas, las llamadas “strong-arm tactics”, para inducir al emisor a pagar estas calificaciones no solicitadas, como son el envío de facturas, por las calificaciones, o tarifas de comisiones.

Tabla 4 Tipo de calificaciones según las relaciones entre emisor y ACC

Tipos de calificaciones según las relaciones entre emisor y ACC		
Calificación solicitada	Calificación no solicitada	
	Participada	No participada

Fuete: Elaboración propia

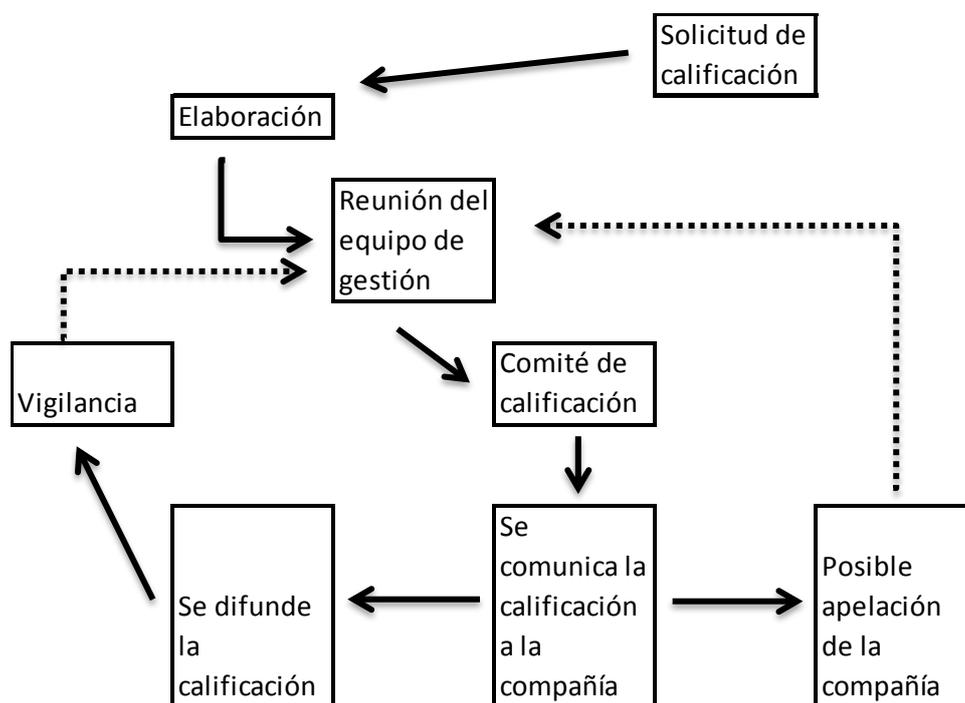
A 1 de noviembre de 2011, los “unsolicited rating” de S&P son EEUU, Australia, India, Japón, Argentina, y siete Estados europeos, Gran Bretaña, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suiza y Bélgica.

2.6 Procedimientos de calificación

Una ACC pasa determinados procesos a lo largo de la elaboración de una calificación, que son similares en todas las Agencias.

En el caso de S&P, el proceso empieza con la solicitud de calificación por parte de un emisor que puede ser una empresa o un Estado. Comienza entonces la elaboración de la calificación, con el requerimiento al emisor de toda la información que la Agencia necesite. El equipo de gestión es el encargado de analizar la información, y realizar un informe que será entregado al comité de calificación. Este comité será el encargado de elaborar la calificación utilizando para ello el informe del equipo de gestión. Cuando la nota haya sido decidida, se le comunica al emisor. Éste tiene la posibilidad de apelar la nota, por lo que el proceso vuelve a comenzar en el equipo de gestión, o aceptarla, con lo que la Agencia hará pública la calificación. Por último, la Agencia vigilará la emisión sobre la que ha calculado la nota, por si fuera necesario modificarla (tanto positiva como negativamente).

Gráfico 5 Proceso de elaboración de una calificación



Fuente: Feinland (2008)

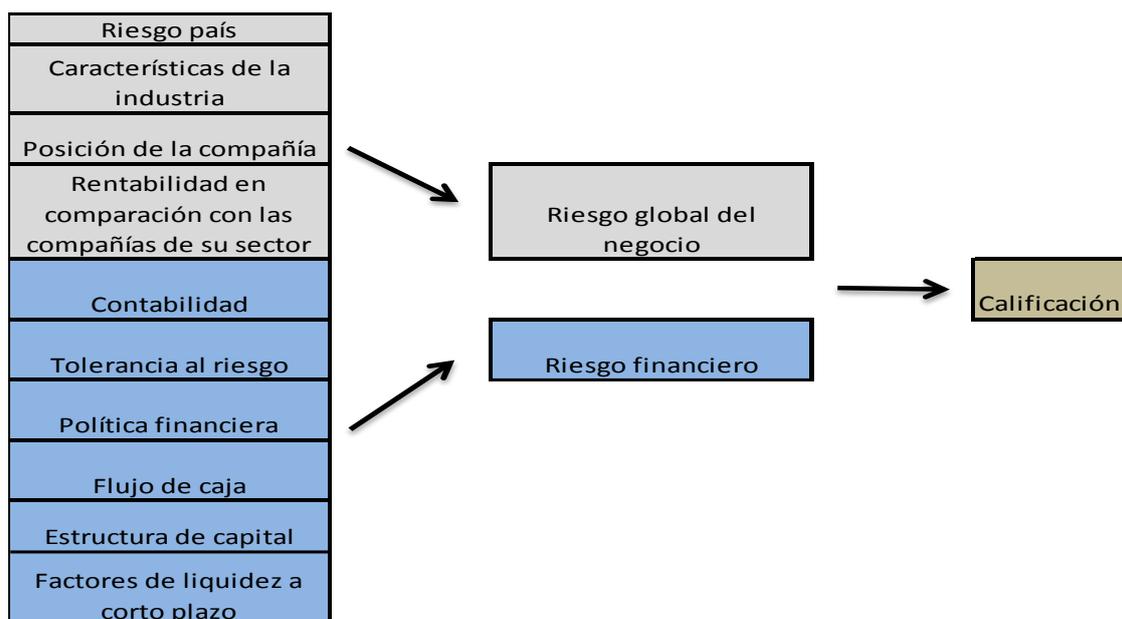
Conociendo el proceso de la elaboración de una calificación, nos queda por averiguar cuales son los procedimientos que siguen tanto el equipo de gestión como el comité de calificación. Debemos advertir que existe mucha polémica por estos procedimientos, que distan de ser transparentes, por lo que solo podemos conocer la versión de las compañías.

De hecho, Standard & Poor's varía su procedimiento de calificación dependiendo de quién sea el emisor, distinguiendo entre corporaciones, instituciones financieras, aseguradoras y países:

2.6.1 Metodología para la calificación de corporaciones

A la hora de elaborar una calificación para una corporación, S&P distinguirá entre el riesgo del negocio y riesgo financiero. Dentro del riesgo del negocio analizará el riesgo país, las características de la industria de la empresa evaluada, la posición de la compañía y la rentabilidad de la empresa en comparación con las compañías de su misma industria. Y en el riesgo financiero, se analiza la contabilidad de la empresa, la tolerancia al riesgo, política financiera, el flujo de caja, la estructura de capital y los factores de liquidez a corto plazo. Con estas pesquisas calculan el riesgo global de negocio y el riesgo financiero. Y utilizando estos datos establecen la calificación.

Gráfico 6 Metodología para la calificación de una corporación

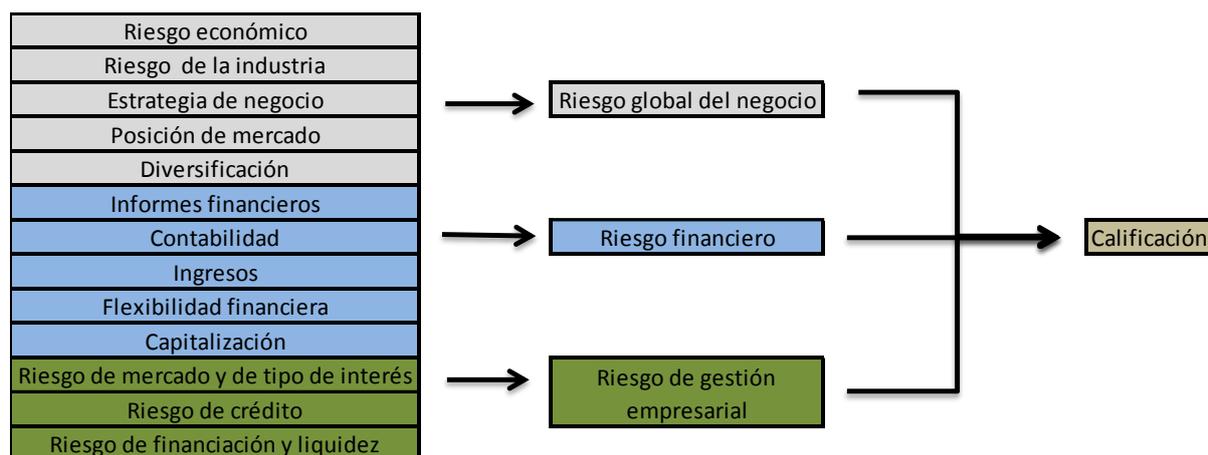


Fuente: Feinland (2008)

2.6.2 Metodología para la calificación de instituciones financieras

A la hora de calificar una emisión de una institución financiera, se analizan tres grandes riesgos: riesgo del negocio, riesgo financiero y riesgo de gestión empresarial. Dentro del riesgo del negocio se analizan el riesgo económico, riesgo de la industria, estrategia de negocio, posición de mercado y la diversificación de la institución. En el riesgo financiero se analizan los informes financieros, la contabilidad, los ingresos, la flexibilidad financiera y la capitalización. Y en el riesgo de gestión empresarial se analiza el riesgo de mercado y de tipo de interés, el riesgo de crédito y el riesgo de financiación y liquidez. Con la suma de estos datos calculan la calificación.

Gráfico 7 Metodología para la calificación de una institución financiera

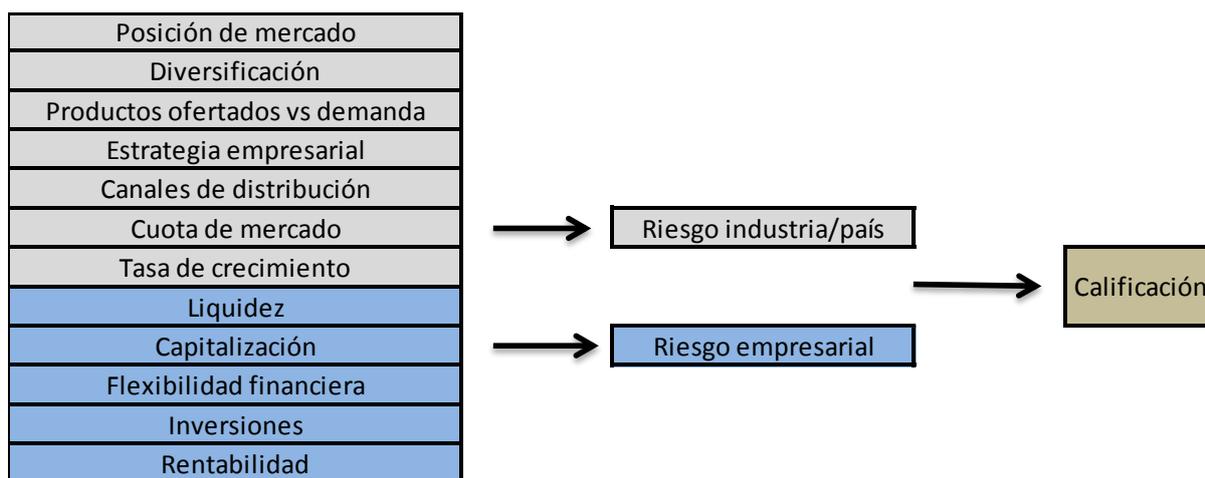


Fuente: Feinland (2008)

2.6.3 Metodología para la calificación de una compañía de seguros

Para la calificación de una compañía de seguros se evalúa el riesgo de la industria junto con el riesgo país, y el riesgo empresarial. Dentro del riesgo de la industria/país se analiza la posición de mercado, la diversificación, los productos ofertados en contraposición con los demandados, la estrategia empresarial, los canales de distribución, la cuota de mercado y la tasa de crecimiento. En el riesgo de empresarial se analiza la liquidez de la compañía, la capitalización, la flexibilidad financiera, sus inversiones y la rentabilidad de la compañía. Una vez conseguidos estos datos calcula la calificación.

Gráfico 8 Metodología para la calificación de una compañía de seguros

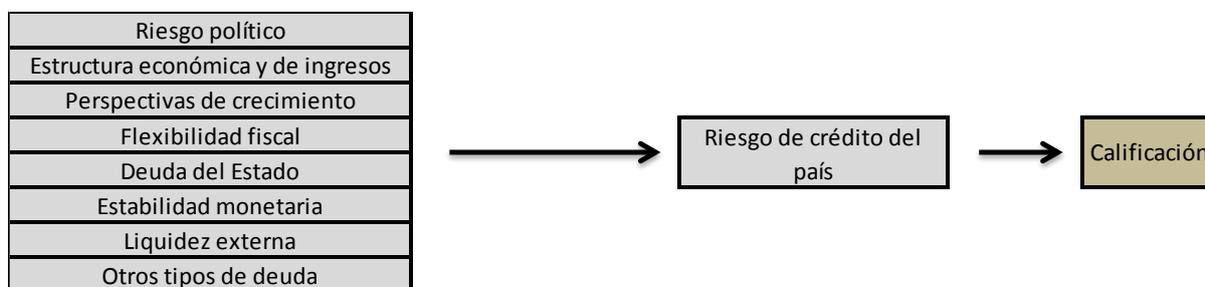


Fuente: Feinland (2008)

2.6.4 Metodología para la calificación bonos soberanos

A la hora de calificar una emisión de bonos soberanos S&P analizará distintos factores que influyen en el riesgo de crédito del país, como son: el riesgo político, la estructura económica y de ingresos, perspectivas de crecimiento económico, flexibilidad fiscal, deuda del Estado, estabilidad monetaria, liquidez externa y otros tipos de deuda (de comunidades, privada,...).

Gráfico 9 Metodología para la calificación de bonos soberanos



Fuente: Feinland (2008)

A finales de septiembre de 2011 la SEC emitió un informe mencionando una serie de fallos en la metodología de las 10 Agencias NRSRO, dándoles un plazo de 30 días para corregir estos fallos.

2.7 Las funciones de las Agencias de Calificación

Las ACCs cumplen tres funciones esenciales: interpretación de la información disponible, reducir la asimetría informativa y reducir el coste de financiación de los emisores. Sin embargo, las tres funciones están estrechamente relacionadas, siendo unas consecuencia de otras.

Las Agencias interpretan la información sobre las distintas emisiones dando lugar a distintas calificaciones. Esta interpretación supone un proceso de acopio de información de los emisores y de los mercados en los que se negocian, además de una interpretación por personal altamente cualificado, actuando así como intermediarias de información. Estas calificaciones desempeñan una función crucial para el eficiente funcionamiento de los mercados de valores. Por tanto, para que los mercados cumplan su labor de trasvase del ahorro a la inversión productiva se necesita de las calificaciones de las Agencias, que reducen la asimetría informativa existente entre los emisores que buscan el ahorro del inversor, facilitando la información necesaria para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren los diferentes valores, que ignoran muchos de los datos esenciales para evaluar la solvencia del emisor y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo. En consecuencia, y asumiendo que los inversores exigen una mayor remuneración por el incremento de riesgo que para ellos supone la asimetría informativa, y que este incremento de

los intereses se traduce en un aumento del coste de capital de los emisores, la reducción de la asimetría informativa supone una reducción del coste de financiación de los emisores.

2.8 Los efectos de las calificaciones de las Agencias

Las calificaciones publicadas por las Agencias tienen una serie de efectos sobre los distintos protagonistas de los mercados financieros:

2.8.1 Efectos sobre los emisores

Los emisores son los principales beneficiarios de las calificaciones crediticias, porque éstas les permiten reducir el coste de financiación. Esta ventaja es la que, normalmente, les lleva a asumir el pago de las calificaciones. En Tapia (2010) se califica como “proporcionalidad inversa” a la relación indirecta entre la nota de la calificación y el tipo de interés que deben ofrecer para financiarse, ya que a mayor calificación menor tipo de interés pagan en sus emisiones.

Otro efecto con incidencia en los emisores es la llamada eficacia contractual de las calificaciones respecto de los emisores, ya que estas calificaciones pueden ser usadas como referencias en contratos de financiación suscritos por los emisores con terceros.

2.8.2 Efectos sobre los inversores

Los inversores de renta fija suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis.

Los inversores en valores de renta variable suelen utilizar las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor.

Los inversores institucionales pueden utilizar las calificaciones para corroborar o rechazar las opiniones de sus propios analistas. También las utilizan para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias.

2.8.3 Efectos sobre los Estados

Como reguladores y supervisores los Estados utilizan las calificaciones para determinar la solvencia de las instituciones financieras, el cumplimiento de normas de inversión por parte de inversores institucionales y las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulación.

Como emisores, los Estados están expuestos a la actividad de las ACCs, procurando obtener la mayor nota posible para reducir su coste de financiación.

Por tanto, cuando analizamos la relación entre los Estados y las ACCs observamos un conflicto de interés potencial, ya que las Agencias califican a quienes, directamente o a través de entidades públicas tienen la competencia de autorizarlas, inscribirlas en un registro público o denegar la inscripción, y supervisarlas.

2.9 Tipos de usuarios de las calificaciones

2.9.1 Usuarios públicos

Los usuarios públicos pueden utilizar las calificaciones para evaluar los valores e instrumentos financieros que emiten, cuando actúan como emisores, o bien para determinar la solvencia de los intermediarios financieros regulados, cuando actúan como supervisores.

2.9.2 Usuarios privados

Los usuarios privados pueden utilizar las calificaciones para evaluar los instrumentos financieros que emiten, cuando actúan como emisores, para adecuar sus carteras de inversión, en el caso de inversores institucionales, o determinar su solvencia cuando se trata de intermediarios financieros.

2.10 Problemas del mercado de calificación

2.10.1 Excesiva concentración: oligopolio

El mercado de las ACCs es un oligopolio, hecho que se puede comprobar consultando las cuotas de mercado del gráfico 1. Esto lleva consigo los problemas propios de este tipo de mercado, como son la falta de incentivos para bajar precios o mejorar sus procedimientos de calificación. Además se crean barreras de entradas.

2.10.2 Barreras

Existen diferentes barreras en el mercado de las calificaciones, destacando las barreras de mercado y las barreras regulatorias:

2.10.2.1 Barreras de mercado

El hecho de que tanto inversores como emisores prefieran contar con calificaciones de Agencias reputadas supone una barrera de mercado. También que los primeros años de funcionamiento de una nueva Agencia estarían marcados por las pérdidas, puesto que tendrían que ganarse reputación entre los inversores antes de que éstos contratasen sus servicios.

2.10.2.2 Barreras regulatorias

Una regulación que exija requisitos estructurales cuyo cumplimiento implique grandes inversiones iniciales dificulta la entrada de nuevas Agencias, así como la exigencia de credibilidad y aceptación en los mercados, valorando ésta por su cuota de mercado, ingresos generados,... Para mitigar estos efectos, el Reglamento (CE) nº1060/2009 habla de aplicar un principio de proporcionalidad de algunos requisitos con respecto al tamaño de las Agencias (véase Artículo 6 del Reglamento (CE) nº1060/2009 para medidas exclusivas para las Agencias de menos de 50 empleados).

Pero a veces son los propios Estados, a través de sus órganos regulatorios, los que dificultan la entrada a nuevas Agencias para no perder poder de control, y sufrir calificaciones más negativas. El más claro ejemplo es el de la Agencia china Dagong, que fue vetada por el SEC para formar parte del NRSRO. La SEC se escudó en que “no podía asegurar que la compañía con sede en Beijing cumpliría con las normas de Estados Unidos”. Casualmente, dos meses antes, Dagong había quitado la AAA a Estados Unidos, siendo la primera gran Agencia en hacerlo (se amplía la información en el apartado 5.2.1).

2.10.3 Conflictos de interés

Existe un potencial conflicto de interés entre las Agencias y los emisores. Los emisores suelen pagar para que se califiquen sus emisiones, pudiendo elegir entre las principales Agencias. La empresa espera obtener la máxima calificación posible, y los fondos que van a entregar a la Agencia elegida resulta un buen pretexto para presionar a la Agencia para conseguir la mayor calificación posible, pudiendo cambiar de Agencia si no están de acuerdo con dicha nota.

También con los Estados surge un potencial conflicto de interés, ya que las Agencias califican a los mismos Estados que directa o indirectamente (a través de organismos públicos) pueden variar la regulación, autorizarlas, supervisarlas o decidir sobre su posible ingreso en un registro público.

Un claro ejemplo de este tipo de conflicto de interés se puede observar en el caso acontecido en agosto de 2011, cuando el presidente de S&P, Deven Sharma, dimitió solo tres semanas después de retirar la AAA a EEUU y de que fuera criticado duramente por el Gobierno de Obama por esta rebaja.

2.10.4 Otros problemas

Otros problemas son generados artificialmente, como el excesivo uso de regulación basada en calificaciones. El objetivo principal del uso de calificaciones para limitar los productos en los que pueden invertir inversores como Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) o fondos de pensiones es la protección de los inversores minoristas. Se busca que estos inversores inviertan en productos que no tengan un riesgo de crédito excesivo, marcando esta frontera la definición de grado de inversión (calificación mayor de BBB-). Por tanto, y sobre todo tras los acuerdos de Basilea II en el 2004, se potenció el uso de calificaciones en la regulación, ya que una entidad que mantuviera posiciones con calificaciones altas tendría que mantener un menor capital regulatorio que aquéllas que mantuvieran posiciones en activos con calificaciones más bajas.

A corto plazo, el hecho de que las Agencias actúen como certificadores de la solvencia de las entidades para los reguladores financieros provoca que parte de su demanda no dependa de la calidad de sus calificaciones, y provoca que la competencia se base en un elemento de estatus, diferenciando entre las Agencias que son elegidas por los reguladores y las que no. En el modelo de estatus las Agencias tienen una menor necesidad de ofrecer calidad en sus calificaciones, a diferencia del modelo basado en la reputación, el modelo tradicional, en el que una buena reputación, que cuesta años lograr, conlleva más contrataciones por parte de los inversores.

A largo plazo, una excesiva regulación basada en calificaciones provoca que la calidad de éstas se resienta. También provoca que las pequeñas y nuevas Agencias necesiten un largo período antes de ser reconocidas, aumentando las barreras de entrada.

Actualmente, y con la “Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las Agencias de calificación

crediticia”, las instituciones intentan reducir la regulación basada en calificaciones. Como Julio Segura, presidente de la CNMV, dijo en la clausura del Seminario sobre Agencias de rating en el 2011, “los supervisores nos hemos apoyado excesivamente en el trabajo de las Agencias y, en ocasiones, hemos descuidado nuestra tarea como investigadores”, por lo que es primordial disminuir esta dependencia, que tiene efectos sistémicos, y se está trabajando en ello.

2.11 La regulación de las Agencias

2.11.1 La regulación en Estados Unidos

Existe una gran tradición en los Estados Unidos en el uso de los ratings como input de la regulación financiera. Introducidos en los años treinta como input de la regulación para preservar la estabilidad financiera, se solicitaba que las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones invirtiesen en productos con un rating de BBB- o superior, de ahí que se acuñase el término *investment grade* para ratings BBB- o superiores, y se llama a los bonos con rating inferior bonos basura o junk bonds.

Después de la crisis crediticia de principio de los 70, en 1975 se decidió ampliar el uso de los ratings en la regulación financiera, utilizando los ratings para determinar los requerimientos de capital para los intermediarios de los mercados de valores y entidades de crédito. La SEC (U. S. Securities and Exchange Commission), es una Agencia federal cuyo cometido es hacer cumplir leyes federales de valores, la supervisión y la regulación de la industria de valores, los mercados financieros del país, etc. Fue la encargada de crear un sistema de registro para las Agencias de rating, el NRSRO o National Registered Statistical Rating

Organization. Era necesario estar registrado en NRSRO para poder emitir ratings que luego fuesen utilizados en la regulación financiera. Sin embargo, los requisitos para poder registrarse nunca fueron transparentes, posibilitando un amplio poder de elección de las Agencias por parte de la SEC.

En el informe SEC (2003) se revelaron disfunciones en la industria de las Agencias de rating, por lo que en el año 2006 se dicta la Credit Rating Agency Reform Act., que entraría en vigor completamente en el 2008. La principal novedad era el cambio que sufría el sistema NRSRO, ahora Recognized en vez de Registered, que nos indica que pasaba a ser un sistema de reconocimiento en vez de un sistema de registro. Para recibir este “reconocimiento” la SEC pide tres años de actividad y facilitar cierto tipo de información, como son medidas que prueben el acierto y la coherencia estadística de sus ratings, la lista con sus 20 clientes más importantes, sus cuentas financieras, sus metodologías, sus políticas para evitar los conflictos de interés, ... A 1 de marzo de 2012, hay 10 Agencias reconocidas por la SEC (S&P, Moody’s Investor Service, Fitch Ratings, Dominion Bond Rating Service Ltd, A.M. Best Company, Japan Credit Rating Agency Ltd, R&I Inc, Egan-Jones Rating Company, LACE Financial, Realpoint LLC). También se contempla que si la calidad de una Agencia se deteriora ostensiblemente, le pueda ser retirada la condición de NRSRO, en contraposición con le pasaba hasta entonces, donde una Agencia que conseguía entrar en el registro NRSRO era prácticamente imposible que perdiera tal condición.

Para consolidar las medidas de regulación directa, en el 2010 se promulga la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, refrendada el 11 de julio. Entre otras medidas, se crea la Office of Credit Ratings en la SEC, encargada de supervisar y penalizar a las Agencias reconocidas por la SEC. También en la misma ley se exhorta a las Agencias federales a sustituir las referencias a ratings en sus regulaciones.

2.11.2 La regulación en Europa

Tras la quiebra de Enron y WorldCom, se abrió un debate en Europa sobre la necesidad de regular las Agencias de rating. El Parlamento Europeo encargó a la Comisión una resolución sobre si era necesario regular a las Agencias de rating, y en caso afirmativo, cómo regularlas. La Comisión encargó al CESR (Committee of European Securities Regulators) un informe técnico al respecto. En marzo de 2005 CESR emitió el informe técnico a la Comisión. El informe abogaba por la autorregulación. Fue por ello que se adoptó el Código de Conducta propuesto por IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores), en vez de una regulación directa, que se ajustaba más a las preferencias iniciales del Parlamento.

El código de conducta IOSCO, es un texto elaborado conjuntamente por la IOSCO, las Agencias de rating y representantes de inversores y emisores. Son un conjunto de reglas de conducta de cumplimiento voluntario. Entre las propuestas del código destacan la de “construir murallas chinas” entre la parte de elaboración de ratings y la parte de asesoramiento u otros servicios de las Agencias. También se recomienda informar debidamente sobre sus metodologías, para dar mayor transparencia a sus actuaciones. Cabe señalar la decisión de que para un mejor funcionamiento del mercado del rating se utilice un código en el que intervienen las mismas Agencias del sector.

A mediados de junio de 2006 se aprueba la Directiva 2006/48/CE, por la que se implementa Basilea II en la UE. En esta Directiva también se establecen las normas que las Agencias deben cumplir para que sus ratings puedan ser utilizados en la regulación financiera. Las Agencias que cumplen los requisitos reciben la denominación de External Credit Assessment Institutions (ECAI). El sistema ECAI guarda gran parecido con el antiguo NRSRO.

Sin embargo, en Europa no se reguló propiamente sobre las Agencias hasta el año 2009 con el Reglamento 1060/2009/CE, a petición de la Comisión Europea. Para apoyar este

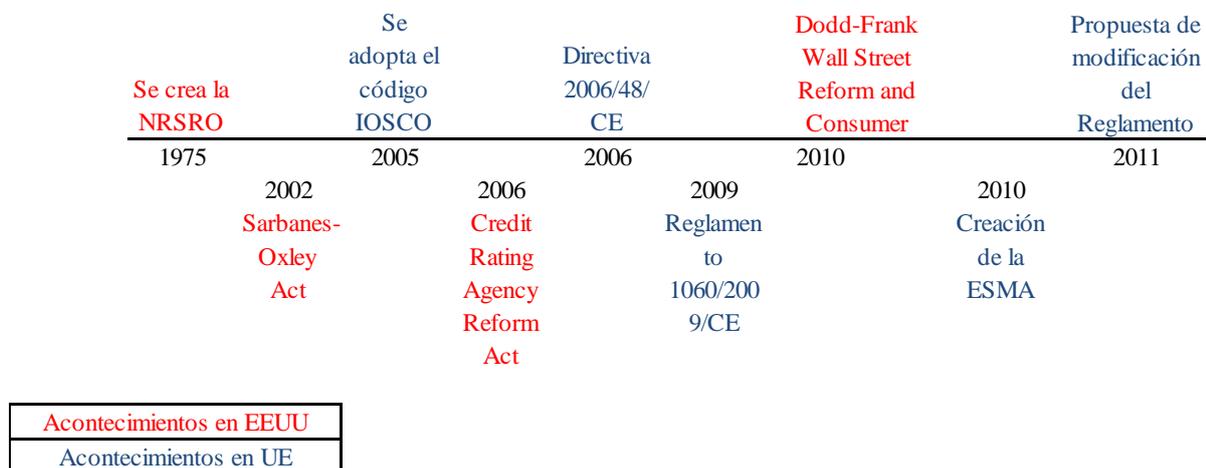
reglamento se creó el 24 de noviembre de 2010 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), modificando el Reglamento para otorgar a la ESMA poderes exclusivos de supervisión a nivel europeo.

La ESMA es una autoridad independiente de la Unión Europea que contribuye a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea, garantizando el funcionamiento, la transparencia, eficiencia y el orden de los mercados de valores, así como la protección de los inversores. Asimismo fomenta la convergencia de la supervisión entre los reguladores.

La nueva reglamentación no eliminaba el sistema ECAI, sino que para conseguir la condición de ECAI las Agencias deben estar supervisadas previamente por la ESMA.

En diciembre del año 2011, la Comisión Europea presentó una propuesta de reglamento, que analizaremos más adelante, en la parte de propuestas.

Gráfico 10 Línea temporal de regulación de las Agencias de Calificación Crediticia



Fuente: Elaboración propia

2.12 Procedimiento para la solicitud de registro de una Agencia: el caso europeo

Tabla 5 Etapas para registrarse ante ESMA

ETAPAS DEL PROCEDIMIENTO						
Tipo de solicitud	Solicitud	Valoración de la solicitud	Examen de la solicitud		Efecto	Publicación
días hábiles	1	20	45	15	5	5-30
Una Agencia	La ACC presentará una solicitud de registro ante ESMA	En los 20 días hábiles siguientes ESMA valorará si la solicitud está completa, de lo contrario fijará un plazo para aportar la información adicional. Una vez que se haya estimado que la solicitud está completa se notificará a la ACC	En los 45 días hábiles siguientes ESMA examinará la solicitud atendiendo las condiciones establecidas. Al finalizar este proceso ESMA adopta una decisión de registro o de denegación de registro motivada de manera exhaustiva.	Posible ampliación de plazo según Reglamento (UE) nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo 11/5/11. Art. 16 apartado 2. Al finalizar este proceso ESMA adopta una decisión de registro o de denegación de registro, motivada de manera exhaustiva.	La decisión adoptada por ESMA surtirá efecto a partir del quinto día hábil laborable siguiente a su adopción.	Comunicación a EBA (European Banking Authority) EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) Autoridades Competentes Sectoriales Publicación en el sitio WEB Publicación mensual en el Diario Oficial de la UE (30 días siguientes a la publicación de la lista actualizada).
días hábiles	1		55	15		
Grupo de Agencias	Cuando sea un grupo de ACCs que presente la solicitud será una Mandataria la que presente la información requerida por cada uno de los miembros del grupo		En los 55 días hábiles siguientes ESMA examinará la solicitud del grupo de ACCs, atendiendo las condiciones establecidas. Al finalizar este proceso ESMA adopta una decisión de registro o de denegación de registro, motivada de manera exhaustiva.	En caso que se aplique el Reglamento (UE) nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo 11/5/11. Art. 16 apartado 2. ESMA adoptará decisiones individuales de registro o de denegación de registro, motivada de manera exhaustiva, para cada ACC del grupo.		

Fuente: Sarria (2011)

3 Pérdida de confianza de las Agencias

En los últimos años hemos observado como se han vertido todo tipo de críticas hacia las ACCs. Tanto políticos como inversores han mostrado su desconfianza en la labor de las Agencias. Los primeros en mostrar su desconfianza fueron los distintos Gobiernos.

3.1 Cambios en la regulación

Desde que estallara el caso ENRON en el 2002, los distintos gobiernos han venido cambiando sus regulaciones sobre las ACCs para mejorar el funcionamiento de las mismas.

Para evitar un nuevo colapso, EEUU introdujo hasta tres nuevas reformas legales desde el 2002, la Sarbanes-Oxley Act, la Credit Rating Agency Reform Act y la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, todas ellas explicadas en el punto 1.11.1 del presente documento.

Por su parte, la UE adoptó el código IOSCO, y viendo el fracaso que éste supuso, introdujo nuevas reformas como fueron la Directiva 2006/48/CE y el Reglamento 1060/2009/CE. Además, el 2010 creó un ente supervisor, la ESMA, y en el 2001 el Consejo propuso una reforma del Reglamento 1060/2009/CE, que será explicada más adelante.

Ya Jacob Fisch en Fisch (2005) predijo una crisis de confianza si otro caso ENRON afloraba, y así sucedió con el banco de inversión Lehman Brothers y con el estallido de las hipotecas subprime.

3.2 Denuncias en distintos países

3.2.1 España

La primera acusación popular en España contra las ACC fue impulsada por un grupo de abogados, reunidos bajo la plataforma Unión por las Libertades Civiles y el Observatorio de

los Derechos Económicos, Sociales y Culturales. Tuvimos la oportunidad de mantener conversaciones con uno de los impulsores de la querrela, el doctor José Antonio Estévez Araujo, catedrático en la Universitat de Barcelona, que nos explicó los puntos más salientables de la querrela.

Se las acusa de “alterar los precios del mercado bursátil con sus informes de calificación y utilizar información privilegiada en beneficio propio y de sus clientes en contra de los contribuyentes y los pequeños ahorradores”.

Entre las principales acusaciones aparecidas en esta querrela destacamos algunas como que son “unas empresas que modulan, manipulan y generan situaciones que contravienen la legalidad penal, para obtener unos beneficios tanto directos como indirectos”. También que manipularon deliberadamente y castigaron duramente la calidad crediticia española, basándose en opiniones que son “altamente subjetivas y de escaso rigor técnico”.

También acusa a las Agencias de haber castigado la calidad crediticia española y griega, mientras que no han penalizado la deuda de Estados Unidos, habiendo sido ésta “el epicentro de la crisis”, y presentando unos ratios de deuda y un déficit peores que los de España.

En julio de 2011, la Fiscalía Anticorrupción emitió un informe elaborado por Alejandro Luzón solicitando que se archivara la querrela. Dos meses después, el juez de la Audiencia Nacional, Ismael Moreno, rechazó la querrela contra las Agencias, aludiendo que no había delito, aunque reconociendo fallos graves en sus actividades.

3.2.2 Italia

En Italia se ha vivido un proceso parecido, pero en el que ya se han producido acontecimientos como son registros en las sedes de las Agencias.

Los grupos de consumidores Adusbef y Federconsumatori interpusieron una primera denuncia contra Moody's por un informe difundido el 6 de mayo de 2010, en el que se afirmaba que el sistema bancario italiano, tras la caída del sistema bancario griego, estaba también en riesgo. La difusión de este informe provocó la caída del mercado de títulos italianos. En palabras de la Fiscalía, el informe se basó en “juicios infundados e imprudentes”.

Una segunda denuncia implica a Standard & Poor's por un informe emitido el 1 de julio de 2011 sobre el plan de ajuste del gobierno italiano. Según palabras del fiscal de la República de Trani, Carlo María Capristo, Standard & Poor's expresó juicios negativos sobre el plan de ajuste “cuando los mercados estaban todavía abiertos” e incluso “antes de que existiera un texto definitivo” del plan.

Debido a estas denuncias, la fiscalía de Trani ha empezado una investigación que ha llevado a que en agosto del año 2011 se incautaran varios documentos en las sedes italianas de Moody's y Standard & Poor's.

En enero del año 2012, agentes de la Guardia de Finanzas registraron la sede milanesa de Standard & Poor's por orden de la fiscalía de Trani.

3.2.3 Estados Unidos

El mayor fondo público de pensiones de EEUU, Calpers, presentó una demanda ante el Tribunal Superior de California contra las “tres grandes”, argumentando que podrían haber sufrido pérdidas superiores a los 1.000 millones de dólares tras el descalabro de los productos estructurados que contaban con las mejores calificaciones por parte de las Agencias. Calpers atribuye negligencia a las Agencias, y las acusa de emitir calificaciones “irracionalmente elevadas y sin fundamento” en determinados productos estructurados, lo que provocó grandes pérdidas al fondo. En el año 2006, Calpers invirtió 1.300 millones de dólares en productos estructurados de tres entidades, calificadas con AAA. Cuando estalló la crisis, las entidades no pudieron hacer frente a sus obligaciones, provocando que el fondo perdiese el dinero invertido.

3.2.4 Portugal

En el 2011, cuatro catedráticos de las universidades de Lisboa y Coimbra, José Reis, Manuel Brandão Alves, Manuela Silva y José Manuel Pureza, suscribieron la denuncia formalizada en la Fiscalía General de la República, en el que se acusa a las tres grandes Agencias por "comportamientos presumiblemente criminales", pues "divulgan calificaciones evidentemente exageradas y sin bases rigurosas y objetivas, que castigan los intereses portugueses, estimulando una subida constante de los tipos de interés de la deuda soberana". La denuncia también se refiere a los conflictos de intereses que surgen en estas Agencias, en especial por la bajada de calificación de España, Grecia, Irlanda y Portugal, que implica un aumento en la rentabilidad de sus deudas e "influyendo la evolución de un mercado en que actúan los fondos financieros de los que son propietarios".

3.2.5 Alemania

En Alemania, el jubilado Jürgen Hillebrand, junto con el profesor de la Universidad de Hamburgo Kai-Oliver Knops, presentaron una denuncia contra S&P. El señor Hillebrand perdió 30.000 euros al invertirlos en certificados “Alpha Express” al banco Citibank, y calificados por Lehman Brothers con A. Además, tal y como explica el abogado del señor Hillebrand, Jens-Peter Gieschen, del estudio KWAG, la propia Lehman confirmó la nota tres días antes de la quiebra de la compañía.

3.3 Variación de la prima de riesgo ante una bajada de la calificación

Una bajada del rating de un país se podría interpretar como que dicho país tiene una posición menos solvente que antes de la bajada. La lógica nos indica que al ser calificado el país como menos solvente, tendrá que pagar más por su deuda. Para comprobar esta reflexión, hemos realizado un estudio de la prima de riesgo española.

El primer paso del estudio es obtener las fechas de las bajadas de calificación de las principales ACCs, por lo que consultando las webs de las compañías obtenemos la calificación histórica de España, y creamos la tabla 6 con las fechas de las bajadas de calificación.

Tabla 6 Rebajas de calificación de España

Fecha	FITCH	MOODY'S	S&P
10/12/2003	AAA	AAA	AAA
20/01/2009	AAA	AAA	AA+
28/04/2010	AAA	AAA	AA
28/05/2010	AA+	AAA	AA
30/09/2010	AA+	AA+	AA
04/03/2011	AA+	AA	AA
07/10/2011	AA-	AA	AA
13/10/2011	AA-	AA	AA-
18/10/2011	AA-	A+	AA-
13/01/2012	AA-	A+	A
27/01/2012	A	A+	A
13/02/2012	A	A-	A
26/04/2012	A	A-	BBB+
07/06/2012	BBB	A-	BBB+
13/06/2012	BBB	BBB-	BBB+

Fuente: Elaboración propia a partir de www.standardandpoors.com, www.fitch.com y www.moodys.com

Como vemos, desde el 2003 hasta el 2009 no se había producido ningún cambio en la calificación de España, que contaba con la máxima nota posible, AAA, en las tres Agencias. En rojo aparecen las notas rebajadas. Obtenida la tabla 5, buscamos los datos de la prima de riesgo para esas fechas. Para realizar la comparativa necesitamos los datos de antes de la bajada y de después. Para este estudio utilizaremos los datos de la prima de riesgo de 5 días antes de la bajada (o del día más próximo de cotización si 5 días antes la prima no cotizara), y del día después de la bajada (o del siguiente día de cotización si el día siguiente a la bajada la prima no cotizara). Utilizamos los datos de la prima de 5 días antes de la bajada para evitar los rumores sobre la posible bajada de la calificación (muy frecuentes antes de la bajada) que pueden provocar que los mercados actúen antes de dicho recorte de nota. Y utilizamos los datos de un día después de la bajada porque el día en el que se anuncie el recorte de nota los mercados pueden estar cerrados y no podríamos evaluar la reacción de éstos ante la bajada.

Para conseguir los datos de la prima visitamos la página de Bloomberg sobre la prima de riesgo española <http://www.bloomberg.com/quote/!SPN:IND> donde nos aparecen los datos que necesitamos. También podríamos consultar la página sobre la rentabilidad de los bonos españoles: <http://www.bloomberg.com/quote/GSPG10YR:IND>, y la página sobre la rentabilidad de los bonos alemanes: <http://www.bloomberg.com/quote/GDBR10:IND>, y calcular la prima de riesgo como la diferencia entre las dos rentabilidades (rentabilidad Bund alemán – rentabilidad Bono español = prima de riesgo española).

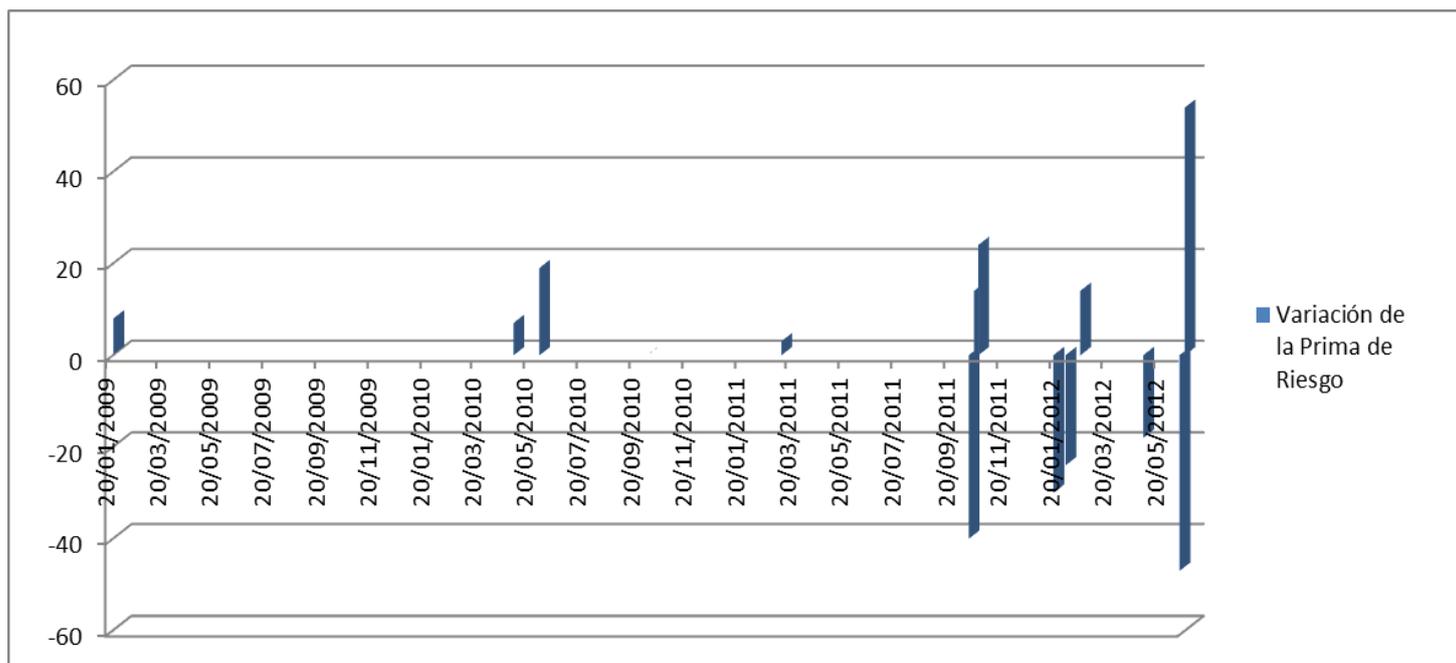
Tabla 7 Datos de la prima de riesgo española

Fecha	Prima de riesgo	Fecha	Prima de riesgo
15/01/2009	115	13/10/2011	310
21/01/2009	123	19/10/2011	334
23/04/2010	92	09/01/2012	372
29/04/2010	99	16/01/2012	342
24/05/2010	141	23/01/2012	349
31/05/2010	160	30/01/2012	325
27/09/2010	181	08/02/2012	324
01/10/2010	181	14/02/2012	338
30/02/2011	187	23/04/2012	436
05/03/2011	190	27/04/2012	418
03/10/2011	331	01/06/2012	536
10/10/2011	291	08/06/2012	489
10/10/2011	291	08/06/2012	489
14/10/2011	305	13/06/2012	543

Fuente: Elaboración propia a partir de <http://www.bloomberg.com/quote/!SPN:IND>

Con los datos de la tabla 7, y calculando las diferencias entre el valor de la fecha posterior a la bajada de la calificación y el valor de la fecha anterior a dicho recorte de nota, elaboramos el gráfico 11 con el histórico de los cambios experimentados por la prima de riesgo ante una bajada de calificación.

Gráfico 11 Variación de la prima de riesgo española



Fuente: Elaboración propia

Como podemos comprobar observando el gráfico 11, hasta el último trimestre del 2011 una rebaja de la calificación de España suponía un aumento de su Prima de Riesgo, lo que se traduce como que los inversores confiaban en las Agencias, y por lo tanto, veían menos solvente a España, por lo que le exigían más intereses.

Sin embargo, a partir del último trimestre del 2011, ante 9 bajadas de calificación, la Prima solo subió en 4 casos, bajando en los otros 5 casos. Esta situación es antinatural, pues ante un anuncio por parte de las Agencias de que España es menos solvente (que es lo que se traduce de una rebaja de nota crediticia), es ilógico pensar que un inversor sensato le requiera un interés menor a la deuda española. La lectura posible, la cual es nuestra hipótesis, es que los inversores ya no se fían de las ACCs, por lo que ante un cambio en la calificación de España, los inversores actúan de manera indiferente, centrándose en otras variables, como son los

anuncios de recortes del Gobierno español para rebajar el déficit, o un préstamo al Estado español para sanear la banca.

4 Causas de la pérdida de confianza de las Agencias

4.1 El caso WorldCom

WorldCom llegó a ser la segunda mayor empresa de telecomunicaciones de EEUU. En julio del 2002 la compañía quiebra.

Tanto S&P como Moody's asignaban un rating similar a la compañía. Para explicar la historia de WorldCom nos centraremos en la calificación de S&P.

S&P asignaba una calificación a mediados del año 2000 de A-, coincidiendo en el tiempo con el comienzo del fraude de la compañía, cuando el gerente financiero de la compañía, Scott Sullivan, reemplaza gasto por inversiones por valor de 3.000 millones de dólares. En marzo de 2002 el SEC solicitó información a la compañía sobre sus procedimientos contables y su financiación. A principios de abril la compañía despide a 3.700 trabajadores, y no fue hasta el día 22 del mismo mes cuando S&P baja el rating de la compañía hasta BBB, todavía por encima del nivel bono basura. Poco después el presidente de la compañía, Bernard Ebbers J., dimite después de que la SEC demuestre que la compañía le prestara casi 340 millones de dólares para cubrir préstamos suscritos con el objetivo de comprar acciones de la compañía. Al mes siguiente, S&P rebaja el rating de la compañía hasta BB, y el 16 de junio hasta B+. Unos días después, ante el anuncio de la compañía de los fraudes de la empresa, los futuros despidos y las perspectivas de futuro, S&P rebajó su rating hasta CCC-, la segunda mayor bajada de rating de la historia. El 1 de julio se le rebaja el rating hasta CC, y el 17 a D

(quiebra), pocos días antes de que la compañía declarara su quiebra, la noche del 21 de julio de 2002.

Como podemos observar, S&P fue por detrás de los acontecimientos en cuanto a sus rebajas de rating, proporcionando un nulo apoyo a los inversores.

Tabla 8 Cuadro temporal del caso WorldCom

Fecha	Acontecimientos	Rating
Mediados año 2000	Comienza el fraude de la compañía	A-
27 de febrero de 2001	S&P rebaja el rating	BBB+
Marzo 2002	SEC solicita información de la compañía	BBB+
Principios abril 2002	Despido de 3.700 trabajadores	BBB+
22 de abril del 2002	S&P rebaja el rating	BBB
Días después	Dimite Bernard Ebbers J.	BBB
5 de mayo de 2002	S&P rebaja el rating	BB
17 de junio de 2002	S&P rebaja el rating	B+
Unos días después	Se difunde el fraude contable	B+
26 de junio de 2002	S&P rebaja el rating	CCC-
1 de julio de 2002	S&P rebaja el rating	CCC-
17 de julio de 2002	S&P rebaja el rating	D
21 de julio de 2002	WorldCom se declara en quiebra	D

Fuente: Elaboración propia a partir de Sridhar (2002) y SEC (2002)

4.2 El caso ENRON

ENRON representaba la 7ª compañía americana, y estaba valorada en casi 70.000 millones de dólares. Solo 15 años antes era una pequeña compañía gasística de Texas. Una de las claves del éxito de la compañía fue comercializar el gas como una “*commodity*”. Sufrió un crecimiento exponencial, abriendo oficinas en otros países y aumentando sus actividades (mayoreo, servicios globales, ENRON online). Entre los años 2000 y 2001 recibió importantes premios de prestigiosas revistas y periódicos como Fortune o Financial Times.

Tenía además una fuerte influencia política, reflejada en las aportaciones de la compañía y directivos a varios políticos americanos, tanto republicanos (sobre todo) como demócratas. Se podría decir que la estafa empezó en el año 87 con el caso Valhala, pero no sería hasta el nuevo siglo cuanto estallar la burbuja ENRON. La valoración a precios de mercado, aprobada por la SEC, fue el comienzo del final de ENRON, al carecer de ingresos reales, pero contabilizar ingresos “futuros”. Mientras la compañía obtenía pérdidas, ENRON junto con Arthur Andersen ocultaban estas pérdidas, maquillando unos balances que arrojaban grandes beneficios. Su rating permanecía intacto. Comenzó la destrucción de documentos, ENRON anunció pérdidas, la renuncia de Skilling, el despido de Fastow y la investigación formal de la SEC, y todo esto sin una rebaja de rating, que no llegaría hasta el 1 de noviembre de 2001. Luego, en solo 32 días el rating bajó Desde BBB a D.

De nuevo, S&P actuó muy tarde, sin servir de referencia para los inversores a la hora de invertir en una compañía. El caso Enron fue el principal detonante de la elaboración de la ley Sarbanes-Oxley Act.

Tabla 9 Cuadro temporal del caso ENRON

Fecha	Acontecimientos	Rating
Diciembre de 2000	Kenneth Lay renuncia como presidente	BBB+
28 de diciembre de 2000	Las acciones alcanzan cifra record 84,87\$	BBB+
14 de agosto de 2001	Jeffrey Skilling renuncia, vuelve Lay	BBB+
15 de agosto de 2001	Lay recibe una carta de un empleado advirtiéndole de irregularidades contables	BBB+
Octubre de 2001	La firma Arthur Andersen comienza a destruir documentos de ENRON	BBB+
16 de octubre de 2001	ENRON anuncia pérdidas de 638 millones \$	BBB+
22 de octubre de 2001	La SEC abre investigación sobre Fastow	BBB+
24 de octubre de 2001	ENRON echa a Fastow	BBB+
31 de octubre de 2001	La requisitoria de la SEC se transforma en una investigación formal	BBB+
1 de noviembre de 2001	S&P rebaja el rating	BBB
8 de noviembre de 2001	ENRON reconoce pérdidas de 586 millones \$	BBB
9 de noviembre de 2001	Dynegy habla de oferta de saldo por ENRON	BBB
11 de noviembre de 2001	S&P rebaja el rating	BBB-
19 de noviembre de 2001	ENRON anuncia que sus pérdidas son mayores	BBB-
26 de noviembre de 2001	Acciones llegan a 4,01\$	BBB-
28 de noviembre de 2001	Dynegy retira su oferta	BBB-
28 de noviembre de 2001	S&P rebaja el rating	B-
30 de noviembre de 2001	S&P rebaja el rating	CC
2 de diciembre de 2001	ENRON pide protección de bancarrota Cap.11	CC
3 de diciembre de 2001	S&P rebaja el rating	D
9 de enero de 2001	Comienza la investigación criminal	D
16 de enero de 2001	Se retiran las acciones de la bolsa de Nueva York	D
23 de enero de 2001	Renuncia Kenneth Lay	D

Elaboración propia a partir de Gibney (2005) y SEC (2002)

4.3 El casi Lehman Brothers

Lehman Brothers, el primer banco de inversión de la historia con 158 años de historia, dio en quiebra el 15 de septiembre de 2008. En el año 2007 comenzó a verse seriamente afectada por las hipotecas subprime, debido a su fuerte posición en estos productos, y comenzó a falsear sus cuentas. El 1 de marzo del 2008 presenta los resultados del primer trimestre fiscal

del año, resultados que junto a los problemas de Bear Stearns provocan que S&P rebaje su rating desde A+ hasta A. En los siguientes meses se precipitaron los acontecimientos. A finales de junio Lehman Brothers informa de pérdidas de 2.800 millones de dólares. En el agosto siguiente la empresa informa de un posible recorte de empleos. Pero todo se desborda el fin de semana del 12 al 15 de septiembre. Ese fin de semana el presidente ejecutivo de Lehman Brothers, Richard Fuld Jr., negoció con varias entidades la venta de la compañía. Sin embargo, otra compañía, Merrill Lynch & Co., también intentaba vender su compañía. A las 8 de la noche del domingo 15 de septiembre se anuncia que Bank of America compra Merrill Lynch, dinamitando cualquier posibilidad de venta de Lehman Brothers. Seis horas más tarde, se declara la bancarrota. El mismo día, S&P degrada la nota de la compañía 16 escalones, Suponiendo la mayor bajada de calificación de la historia.

Tabla 10 Cuatro temporal del caso Lehman Brothers

Fecha	Acontecimientos	Rating
21 de marzo de 2008	Lehman presenta un beneficio de 309 millones de \$, un 57% menos	A+
2 de junio de 2008	S&P rebaja el rating	A
30 de junio de 2008	Lehman informa de pérdidas de 2.800 millones \$	A
Agosto de 2008	Lehman informa posible despido de 1500 trabajadores	A
15 de septiembre de 2008	La empresa presenta la quiebra	D

Fuente: Elaboración propia a partir de Mollenkamp (2008)

4.4 Las hipotecas subprime

A principios de siglo se experimentó un alza en la comercialización de productos estructurados. Así, la agencia de rating Moody's pasó de calificar algo menos de 5.000 productos en el año 2000, a más de 28.000 en el año 2006. El posterior descenso del precio

de la vivienda en Estados Unidos y el creciente número de impagos en el mismo país provocaron una crisis financiera mundial. Con el comienzo de la “crisis” en el año 2007, se redujo drásticamente el número de calificaciones de este tipo de productos, y en el año 2009 no se llegó al millar de calificaciones.

Estos productos estructurados pueden estar formados por derivados de crédito, swaps, futuros, opciones, depósitos o títulos de renta fija. Los principales productos comercializados los últimos años fueron:

- Asset-backed securities (ABS): Son valores emitidos con garantía de préstamos, facturas de tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes, préstamos para la construcción de viviendas, comisiones de gestión de fondos de inversión, derechos de propiedad intelectual, ... Básicamente están respaldados por activos financieros con flujos futuros, exceptuando préstamos hipotecarios.
- Residential mortgage-backed securities (RMBS). Como se suelen incluir los Home Equity Loans (HEL) se suele hablar de RMBS/HEL. Son valores emitidos con garantía de primeras hipotecas sobre activos inmobiliarios residenciales, préstamos para mejora de vivienda habitual y de alta rentabilidad, líneas de crédito para adquisición de vivienda propia, segundas hipotecas sobre inmuebles, segundas titulizaciones sobre los activos citados, titulizaciones de diferenciales netos de interés e hipotecas subprime. Las hipotecas subprime son las que no cumplen los requisitos para considerarlas de grado prime. La agencia Fannie Mae definió los estándares para considerar a una hipoteca como prime. Los prestatarios deben tener un ratio deuda/ingresos no superior al 45%, un ratio préstamo/valor de la propiedad inferior al 90% y un credit score de al menos 620 (en Estados Unidos, los credit scores varían entre 350 y 850, con una media de 723 y una mediana de 678. El credit score es un sistema automático que se supone capaz de predecir la capacidad de impago).

- Commercial mortgage-backed securities (CMBS). Valores emitidos con garantía hipotecaria sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial en al menos un 70% del colateral (la garantía colateral es un activo que se usa para garantizar un bono o préstamo).
- Collateralized debt obligations (CDO). Las famosas CDO son obligaciones emitidas con garantías hipotecarias sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial con menos del 70% del colateral. Quien compra un CDO soporta el riesgo de crédito del colateral o activo. El pasivo del CDO se estructura en tramos de títulos que difieren en vencimiento y riesgo de crédito. Estos tramos son el *senior*, con una calificación que va entre AAA y A, y en caso de impago el calendario de la deuda *senior* tiene preferencia sobre la *mezzanine*, que es el segundo tramo, con una calificación que varía entre BBB y B. El último tramo es el equity, con calificaciones inferiores a B. Para cubrirse del riesgo de impago, muchos banqueros compraron CDS (credit default swap o permuta financiera del riesgo de impago), que en el caso de impago de intereses o principal, la compañía aseguradora o vendedor se haría cargo de dichos impagos. El aumento de la comercialización de estos productos, citado anteriormente, y la posterior quiebra simultánea de los subyacentes, provocó que las principales emisoras de CDS, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, todas ellas con AAA, quebraran, impidiendo hacer frente sus obligaciones para con sus clientes, y que el Tesoro americano tuviera que rescatarlas con fondos públicos.
- Pero de entre estos productos, los de principal importancia son las hipotecas subprime y las hipotecas de alta rentabilidad, incluidas ambas en los RMBS/HEL. Estas hipotecas fueron concedidas a gente con ingresos reducidos que dificultarían el pago de las cuotas, o a personas con un historial de pagos “dudoso”. Estas hipotecas fueron concedidas en EEUU en amplio número, cobrando importancia la figura del bróker o

intermediario. Los brokers conectan oferta y demanda de hipotecas, sin asumir ningún riesgo y cobrando una comisión por intermediar, por lo que su única motivación es la de que siguiera aumentando el mercado hipotecario. Los bancos comerciales firman la póliza, asumiendo el riesgo temporalmente, pues a continuación venden la póliza a los bancos de inversión, quedándose con una parte del beneficio de la póliza. Los bancos de inversión utilizan estas hipotecas como subyacente para crear los productos estructurados, que son vendidos a los inversores finales, que son los que asumen el riesgo de impago. Siguiendo esta estructura, vemos que los bancos comerciales no tenían incentivos para controlar las hipotecas concedidas, sino todo lo contrario, a más hipotecas más beneficio.

A continuación analizaremos una serie de datos facilitados por Moody's Investors Service y referidos a operaciones de la misma compañía:

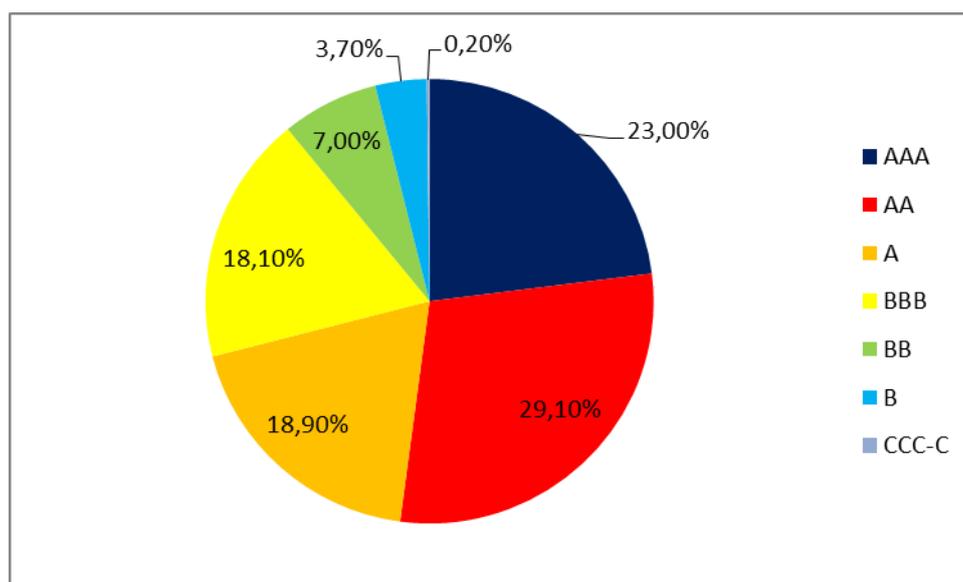
Tabla 11 Impagos producidos por producto y año

TOTAL IMPAGOS	AÑO	EEUU ABS	EEUU RMBS/HEL	EEUU CMBS	CDOs	OTROS
3	1994	0	0	3	0	0
1	1995	0	1	0	0	0
17	1996	0	17	0	0	0
37	1997	0	37	0	0	0
25	1998	4	21	0	0	0
54	1999	12	38	2	1	1
50	2000	15	23	0	10	2
103	2001	29	17	5	50	2
273	2002	117	17	17	110	12
210	2003	99	34	23	49	5
235	2004	144	20	20	49	2
90	2005	17	29	21	19	4
107	2006	32	32	22	17	4
2147	2007	20	1504	8	591	24
12726	2008	21	9745	79	2824	57
14049	2009	120	10393	898	2054	584
Σ		630	21928	1098	5774	697

Fuente: Elaboración propia a partir de Tapia (2011)

En la tabla 11 podemos observar la distribución de impagos en el período 1994-2009. Vemos claramente un repunte a partir del 2007. Analizando los rating en origen de estos productos (ver gráfico) podemos observar que los productos calificados en origen como de grado de inversión suponen el 89,1% de los impagos totales.

Gráfico 12 Distribución de impagos en función de la calificación otorgada en origen.



Fuente: Elaboración propia a partir de Tapia (2011)

También podemos comprobar como la mayoría de los impagos se producen en los productos llamados RMBS/HEL, que están formados, entre otras, por las hipotecas alternativas y las hipotecas subprime, y en menor medida, por los CDO.

El problema no es tanto el número de quiebras, producto de una gran crisis a nivel mundial, sino en que los productos fueron calificados con un rating demasiado alto, a la vista de su resultado final.

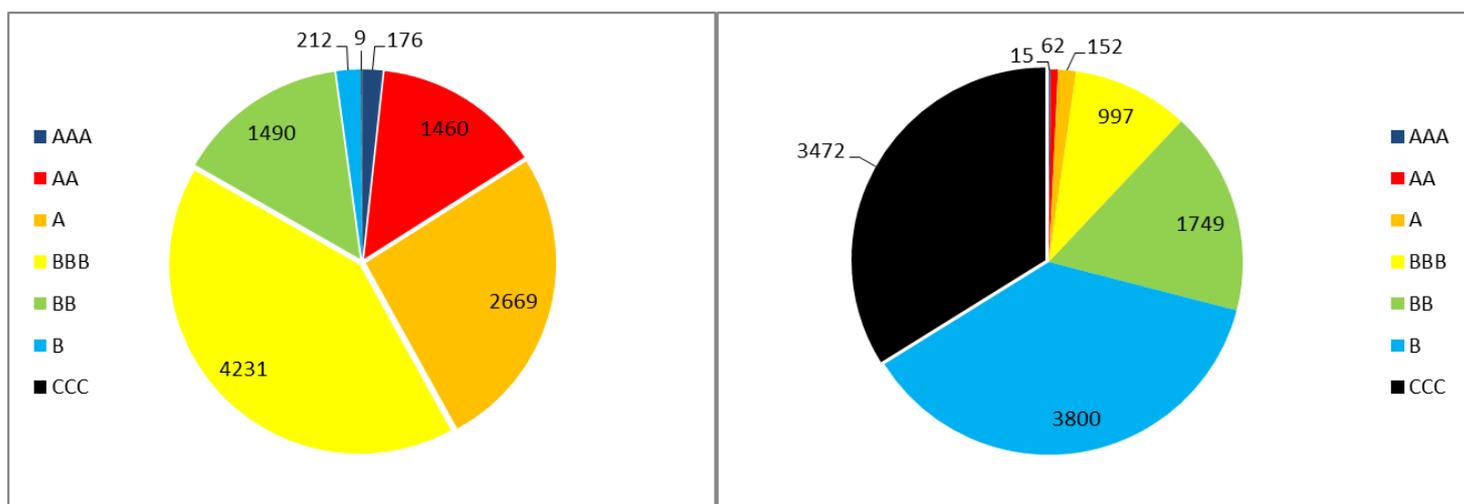
Analizaremos a continuación los datos de impagos de principal en los EEUU en el período 1993-2009 calificados en origen por Moody's:

Tabla 12 Calificación de financiaci3nes estructuradas impagadas en capital asignado en origen en el a3o 2009

	AAA	AA	A	BBB	SUBTOTAL GRADO DE INVERSI3N	BB	B	CCC	SUBTOTAL GRADO ESPECULATI	TOTAL
N3mero de operaciones en origen	176	1460	2669	4231	8536	1490	212	9	1711	10247
N3mero de operaciones en impago	15	62	152	997	1226	1749	3800	3472	9021	10247
Ratio acierto	8,52%	4,25%	5,70%	23,56%	14,36%					

Fuente: Elaboraci3n propia a partir de Tapia (2011)

Gr3fico 13 Comparativa de las calificaciones asignadas en origen y en impago a las financiaci3nes estructuradas impagadas en capital en el a3o 2009



Fuente: Elaboraci3n propia

De los 10.247 impagos cabe mencionar que 9.702 son impagos de RMBS/HEL, y de 3stos, 4.085 de hipotecas alternativas y 5.280 de hipotecas subprime. La mayor3a, 80536, fueron catalogadas en grado de inversi3n, pero en el momento del impago, solo el 14,36% de las operaciones manten3a el grado de inversi3n. Los inversores tienen confianza en un producto calificado con AAA, pero de los 176 calificados con AAA en origen, solo el 8,52% se

mantuvo. Al finalizar el período de observación, 9.021 productos estaban calificados como de grado especulativo, en contraposición con los 1.711 calificados en origen. Otro claro ejemplo de la mala calificación de las agencias, y concretamente Moody's, en productos estructurados.

En el siguiente gráfico podemos apreciar la evolución de las calificaciones de los 10.247 productos. En el primer círculo apreciamos las calificaciones en origen, con predominancia de las calificaciones de grado de inversión. En el siguiente comprobamos como variaron las calificaciones, en las que CCC y B suponen más de un 70% de los productos.

Por último, analizaremos los RMBS/HEL, que suponen la mayoría de los impagos, y más concretamente, las hipotecas de su estructura que suponen los principales impagos: las hipotecas alternativas y las hipotecas subprime:

Tabla 13 Evaluación de la calificación de las hipotecas alternativas otorgadas en el período 2005-2007

	Hipotecas Alternativas						Total
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	
Nº impagos	1818	2753	1928	1902	336	53	8790
Nº calificaciones	13156	3246	2038	1952	339	55	20786
Ratio acierto	86,18%	15,19%	5,40%	2,56%	0,88%	3,64%	57,71%

Fuente: Elaboración propia a partir de Tapia (2011)

En las hipotecas alternativas o de alta rentabilidad vemos un acierto global del 57,71%. Las hipotecas calificadas con AAA fueron pagadas en un 86%, dato a señalar teniendo en cuenta que obtuvieron la máxima calificación. Pero los datos siguientes resultan alarmantes. Las hipotecas calificadas con A no pasaron del 6%, y las calificadas con BBB del 3%. Cabe señalar que tanto las A como las BBB se encontraban dentro del tramo calificado como de

inversión. Las BB se pagaron en un paupérrimo 0,88%, y de las 55 hipotecas calificadas como B solo se pagaron dos.

Tabla 14 Evaluación de la calificación de las hipotecas subprime otorgadas en el período 2005-2007

	Hipotecas Subprime						Total
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	
Nº impagos	566	1930	2678	3247	1085	2	9508
Nº calificaciones	5658	3265	3327	3414	1099	2	16765
Ratio acierto	90,00%	40,89%	19,51%	4,89%	1,27%	0,00%	43,29%

Fuente: Elaboración propia a partir de Tapia (2011)

No presentan datos mejores las hipotecas subprime, en las que solo un 43,29% fueron pagadas. Como dato a señalar, las hipotecas calificadas con AA resultaron impagadas en casi un 60%.

Tabla 15 Evaluación de la calificación de las hipotecas totales otorgadas en el período 2005-2007

	Total Hipotecas						Total
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	
Nº impagos	2384	4683	4606	5149	1421	55	18298
Nº calificaciones	18814	6511	5365	5366	1438	57	37551
Ratio acierto	87,33%	28,08%	14,15%	4,04%	1,18%	3,51%	51,27%

Fuente: Elaboración propia a partir de Tapia (2011)

En conjunto, fueron pagadas un total del 51,27% de las hipotecas. Entre las hipotecas calificadas como de grado de inversión (AAA-BBB), solo el 53,34% fueron abonadas.

De todos estos datos se desprende que las agencias, y concretamente Moody's, no actuaron correctamente, pero habría que averiguar los motivos para aceptar calificar productos tan complejos y en tanta cantidad.

El informe "The Financial Crisis Inquiry Report" fue elaborado por la comisión FCIC (The Financial Crisis Inquiry Report), compuesta por diez miembros que el Gobierno de Obama creó en el 2009 para averiguar las causas de la crisis financiera en los Estados Unidos.

Lo primero que comprobamos es que los productos estructurados, y en concreto los CDO, tenían un precio tope prefijado, que variaba, según la complejidad, entre el medio millón y los 850.000 dólares. Esta comisión describe el método de calificación de productos estructurados de Moody's como "lanzar una moneda al aire". Como Moody's no tenía un buen modelo para estimar las correlaciones de los MBS (mortgage-backed securities) se lo inventaba. Y el problema aumentó cuando a partir del 2004 se incrementó el volumen de dichos productos, como comentamos anteriormente. Como muestra de la despreocupación por este tipo de productos, podemos citar un dato del mismo informe, en el que se desprende que los productos estructurados lanzados entre 1983 y 2006 mantuvieron su rating en los 12 meses siguientes a ser lanzados en un 92%, contrastando con el 78% de los bonos corporativos que mantuvieron su rating en el mismo período y con la misma premisa. Además, y en el mismo período, solo el 56% de los productos estructurados calificados mantuvieron su AAA original 5 años después de ser emitidos. Con el estallido de la crisis, el 20% de los CDO fueron degradados en 2007, y el 91% en 2008.

En el informe se detallan los ingresos de la compañía, donde se comprueba cuan rentables llegaron a ser las calificaciones de productos estructurados. Moody's aumentó la calificación de productos estructurados. En el año 2004 los productos calificados tenían un valor de 90.000 millones de dólares. En el 2006 el volumen aumentó a los 337.000 millones de dólares. Este aumento en el número de calificaciones se vio traducido en un aumento en los

ingresos de la compañía. De los 199 millones de dólares que la compañía obtuvo por calificar productos estructurados en el 2000 se pasó a 887 millones de dólares en el año 2006, suponiendo el 44% de los ingresos de la compañía. La compañía aprovechó estos años para elevar sus ingresos totales de 602 millones de dólares en el año 2000 a 2.000 millones en el año 2006, aumentando también el margen de rentabilidad del 26% al 37%. Además, eran pocos los jugadores que participaban en la emisión de CDOs. Entre 2005 y 2007, solo entre Citigroup y Merrill emitieron CDOs por un volumen de más de 140.000 millones de dólares. . El posterior descenso del precio de la vivienda en Estados Unidos y el creciente número de impagos en el mismo país provocaron una crisis financiera mundial.

Hubo dos motivos para que se aumentara tanto la emisión de productos estructurados:

- Primero, los bancos de inversión elaboraban los productos para conseguir la máxima nota de calificación, con métodos como el aumento del tramo *senior*.
- Y segundo, que gran parte de los empleados de bancos de inversión venían de las agencias de rating contratadas (Yuri Yoshizawa, directora general de derivados de Moody's en los Estados Unidos, identificó que de 51 analistas, 13, sobre un 25% del staff, habían abandonado la compañía para trabajar en bancos). Y como destapó el premio Pulitzer Jesse Esinger en un artículo de 2011, existían presiones de directivos de Moody's a sus empleados para favorecer los intereses de sus clientes (bancos de inversión, entre los que había antiguos compañeros).

Una deducción lógica nos indicaría que el aumento de facturación conllevaría un aumento del número de personal. Pero no en Moody's, tal como relata un directivo de Moody's en esos años, Eric Kolchinsky. Entre los años 2004 y 2006 el número de personal fue el mismo, teniendo que acelerar los procesos y sacando tiempo de donde no lo había. Todo por la "tacañería" de los altos directivos de Moody's, tal como relata el informe. Además, el personal más cualificado se marchaba de la compañía a otras empresas, principalmente

bancos de inversión, ya que Moody's no dedicaba fondos para realizar contraofertas a sus mejores empleados, que veían que otras compañías mejoraban sustancialmente su salario.

El mismo informe recoge la opinión de Kyle Bass, reputado economista, creador de su propio Hedge Fund con el que ganó millones adelantando la crisis subprime. Según él, los CDOs son productos creados con el único objetivo de engañar a los inversores, reportando pingües beneficios a los emisores (y a las agencias que sobrevalúan su calificación).

5 Soluciones propuestas

5.1 Una mejor regulación: El caso europeo

En diciembre del año 2011, la Comisión Europea presentó una propuesta de reglamento. En él, se identifican los principales problemas, y las soluciones propuestas por la Comisión Europea, del que comentaremos los puntos más importantes.

“Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia”.

1- “La obligación de utilizar calificaciones externas prevista en la legislación, el uso excesivo de calificaciones externas a efectos de la gestión interna del riesgo por parte de los inversores, estrategias de inversión directamente vinculadas a las calificaciones y una información insuficiente sobre los instrumentos de financiación estructurada conducen a una dependencia excesiva con respecto a las calificaciones crediticias externas, que favorece la prociclicidad y un «efecto acantilado» (cambios repentinos que desencadena la rebaja de una

calificación por debajo de un umbral específico, cuando el hecho de rebajar la nota de un único valor puede tener un efecto dominó desproporcionado) en los mercados de capitales”.

Desde la Comisión Europea, a través de varias directivas (Directiva de Requerimientos de Capital CRD-II y CRD-IV) incentiva un mayor uso del método de modelos internos, reduciendo así el uso del método basado en calificaciones de agencias. También insta a las entidades financieras sometidas a regulación armonizada en la UE a realizar su propia evaluación del riesgo de crédito. Y, entre otras, insta a la ESMA a no referirse a los ratings en sus directrices, recomendaciones,..., cuando ello pueda provocar que los participantes en los mercados financieros se basen mecánicamente en dichos ratings.

2- “Un nivel insuficiente de objetividad, exhaustividad y transparencia del proceso de calificación de la solvencia de un país, sumado a la dependencia excesiva, da lugar a que las variaciones de las calificaciones soberanas tengan efectos «acantilado» y de contagio”.

Quizás el mayor problema que ha tenido la UE con las agencias ha sido el rescate griego, y el efecto contagio que trajo consigo. Se culpa a las agencias de no actuar con corrección en el caso.

Se publican una serie de medidas para hacer más transparentes y sólidas las calificaciones de deuda soberana:

“Cuando una agencia de calificación crediticia emita calificaciones soberanas o perspectivas de calificación conexas, las acompañará de un informe de investigación detallado en el que se expliquen todas las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres, así como cualquier otro elemento que haya tenido en cuenta al determinar dicha calificación o perspectiva. Este informe deberá ser claro y fácilmente comprensible”.

Se especifican también una serie de requisitos que debe tener este informe, con el fin de que sea todo lo claro y transparente que sea necesario.

Las calificaciones soberanas deberán revisarse al menos cada seis meses, en lugar de cada doce como se contempla actualmente. Cuando dichas calificaciones se publiquen, deberán publicarse después del cierre de los centros de negociación establecidos en la UE, y al menos una hora antes de su apertura.

Se requiere también un informe de transparencia que incluya amplias estadísticas sobre el personal destinado a cada una de las calificaciones, así como un completo informe financiero sobre los ingresos de las agencias.

3- “La gran concentración existente en el mercado de la calificación crediticia, los importantes obstáculos que impiden el acceso a este mercado y la falta de comparabilidad de las calificaciones son factores que limitan las posibilidades de elección y la competencia en este mercado”.

Identificado este problema fundamental, la Comisión se propone solventarlo mediante una serie de medidas como son:

Eliminar las diferencias entre escalas de las agencias. Las agencias comunicarán a la ESMA sus ratings o perspectivas de rating, así como información sobre las mismas. La ESMA establecería un índice europeo, EURIX, que conjunte toda la información recibida, y publicaría el índice y las calificaciones en su web.

Se exige que las agencias cobren en función del coste real (lo que ayudaría a evitar pagar un sobrecoste por una mejor calificación). Además, las agencias deberán comunicar anualmente a la ESMA sus honorarios aplicados a cada cliente, tanto por sus servicios como

por las distintas calificaciones. También deberán informar sobre su política de precios, explicando los criterios para fijar dichos precios.

Cabe mencionar que fueron rechazadas otras medidas, como la propuesta tanto por el Parlamento Europeo como por algunos Estados miembros, de crear una agencia europea financiada por fondos públicos. Esta idea es casi coincidente con la del Dr. Wolf Klinz, que comentaremos en la sección 5.2.2.

4- Responsabilidad civil de las Agencias. “Los usuarios de calificaciones que han sufrido pérdidas debido a una calificación inexacta emitida por una agencia que ha infringido lo dispuesto en el Reglamento ACC no disponen de vías de recurso suficientes”.

La Comisión establece una serie de medidas que podemos calificar de “duras” comparadas con el vacío anterior:

Si una agencia comete una infracción contemplada en el Reglamento (CE) n° 1060/2009, tanto de forma deliberada como por negligencia grave, que afecte a una calificación en la que un inversor se haya basado a la hora de invertir en un producto, el inversor podrá denunciar a la agencia por los daños que considere que le ha causado.

“Se considerará que una infracción afecta a una calificación crediticia si la calificación emitida por la agencia es diferente de la que habría sido emitida si la agencia no hubiera cometido la infracción”.

“Una agencia de calificación crediticia incurrirá en negligencia grave si desatiende gravemente las obligaciones que le impone el presente Reglamento”.

Si un inversor establece hechos de los que pueda inferirse que una agencia de calificación ha cometido alguna de las infracciones enumeradas en el Reglamento

corresponderá a la agencia demostrar que no ha cometido tal infracción o que ésta no afecta a la calificación crediticia emitida.

La responsabilidad civil no podrá excluirse o limitarse de antemano mediante un acuerdo. Toda cláusula de un acuerdo de este tipo que excluya o limite de antemano la responsabilidad civil será nula de pleno derecho.

Es importantísimo este punto, pues supone una novedad desde el punto de vista que en el futuro se podrán exigir responsabilidades civiles, pero también penales, si la conducta infractora pudiera subsumirse en un tipo penal en un Estado miembro.

5- “La independencia de las agencias puede verse comprometida debido a los conflictos de intereses derivados del modelo «el emisor paga», la estructura de propiedad y la prolongada permanencia de una agencia al servicio de un mismo cliente”.

En este sentido, la Propuesta de Reglamento propone una serie de medidas muy importantes:

Primero, prohibir que los accionistas o socios que tengan al menos un 5% del capital en una agencia posean un porcentaje similar en una agencia de otro grupo.

En segundo lugar, se propone una norma de duración máxima de relación contractual con una agencia de calificación (no se extiende a las calificaciones de deuda soberana). Ningún emisor podrá contratar con la misma agencia por más de tres años consecutivos. Si el emisor contrata con dos agencias, esta norma se aplicará solo a una agencia, pero ninguna de las dos podrá mantener una relación contractual de más de 6 años. El período en el cual una agencia no podrá celebrar un nuevo contrato para emisión de calificaciones con dicho emisor será de 4 años desde el momento en el que finalice el período máximo de relación contractual.

La agencia de calificación sustituida deberá facilitar a la agencia entrante un expediente de transmisión, con la información necesaria para garantizar la comparabilidad con las calificaciones emitidas por la agencia saliente.

Ningún miembro de una agencia podrá participar en la calificación de un emisor durante más de 4 años consecutivos.

Respecto al cambio en el modelo de retribución, se ha estudiado, pero se descarta por costoso y porque no eliminarían el conflicto de interés (la Comisión debe presentar un informe al Parlamento y al Consejo sobre el tema antes del 7 de diciembre del 2010).

Cabe mencionar otro tipo de conflicto de interés, no demasiado estudiado en el Reglamento. Las agencias deben calificar los instrumentos financieros que emiten los diferentes Estados pero, a su vez, éstos controlan, en mayor o menor medida, las entidades que tienen la potestad de autorizar o no a estas agencias, así como de supervisarlas y aumentar o disminuir su regulación. Un ejemplo claro de presión de un Estado para la obtención de un mejor rating es el acontecido en Estados Unidos en agosto de 2011. El 5 de agosto, S&P rebaja el rating de Estados Unidos a AA desde AAA. Dos semanas después el presidente del grupo, Deven Sharma, dimite, ocupando su puesto Douglas Peterson, anterior directivo del banco, rescatado en 2009 por el gobierno americano, Citigroup.

6- “Los métodos y procesos de calificación crediticia son poco sólidos”, y opacos.

Con lo que respecta a métodos y procesos poco sólidos, la propuesta recoge medidas como que:

Las agencias deberán publicar las modificaciones o nuevas metodologías en su web, explicando y detallando las motivaciones y las modificaciones de sus nuevos métodos. Los interesados podrán formular observaciones en un plazo no inferior a un mes. Pasado este

período, la agencia deberá informar a la ESMA de las modificaciones o nuevos métodos propuestos, para finalmente publicarlos en su web, explicándolos detalladamente.

Las agencias deberán corregir los errores detectados, notificarlos a la ESMA y a los emisores y publicarlos en su web.

“Las agencias de calificación crediticia acompañarán la divulgación de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en las calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios críticos efectuadas por la agencia al establecer las calificaciones, información sobre análisis de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, y, en su caso, una indicación de las variaciones previstas de la calificación crediticia”.

Con lo que respecta a transparencia:

Se amplía el plazo en el que las agencias deben informar a los emisores de su calificación, pasando de 12 horas a al menos un día hábil completo, notificándolo en horario laboral, y explicando los fundamentos principales en los que se basa una calificación o una perspectiva.

A la hora de anunciar una calificación o perspectiva, las agencias explicarán, además de la nota, los elementos fundamentales en que se basa tal calificación o perspectiva.

Divulgarán en su web información sobre todas las entidades o instrumentos de deuda que se les someten para su evaluación inicial o para una calificación preliminar.

5.2 Ampliar el número de participantes en el mercado de las calificaciones crediticias

5.2.1 Dagong Global Credit Rating Co Ltd. 大公国际资信评估有限公司

5.2.1.1 Historia

Dagong Global Credit Rating Co Ltd. es una agencia de calificación china, creada en 1994 por el Gobierno de China, la State Economic and Trade Commission, China (SETC) y el Banco Central Chino. Como agencia de calificación del gobierno, contribuyó en los 90 al crecimiento económico de China, calificando todas las emisiones del país asiático. Es la mayor agencia de calificación después de las “tres grandes”. Numerosos expertos occidentales, como los responsables de la banca privada de Lloyds TSB, consideran las calificaciones de Dagong más realistas que las de Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch.

Sin embargo, la SEC (Securities and Exchange Commission) se niega a reconocer las calificaciones de Dagong al no permitirle supervisar la agencia con sede en Beijing. Como Dagong no tiene sede en Estados Unidos, la SEC debería supervisar a la agencia en China. Según la SEC, en una carta recibida en el 2010 de Dagong, la agencia emplazaba a la SEC a pedir las solicitudes de registro a la China Securities Regulatory Commission, quien debería aprobarlas. La SEC se niega a este procedimiento, no contemplando una colaboración de las agencias reguladoras de los dos países. Debido a esta negativa, Dagong no forma parte de la NRSRO (Organizaciones de Clasificación Estadística). En dicha organización, sólo forman parte 10 de las 200 agencias de calificación existentes. 7 de ellas son estadounidenses, dos japonesas y una coreana (A.M. Best Company, Inc.; DBRS Ltd.; Egan-Jones Rating

Company; Fitch, Inc.; Japan Credit Rating Agency, Ltd.; Kroll Bond Rating Agency, Inc. (f/k/a LACE Financial Corp.); Moody's Investors Service, Inc.; Rating and Investment Information, Inc.; Realpoint LLC y Standard & Poor's Ratings Services).

Por lo que respecta a Europa, Dagong ya ha conseguido contratos en Portugal y Hungría. Están preparando su desembarco físico en Europa, creando una sede europea. Además, consideran a España uno de sus objetivos estratégicos.

Dagong fue la primera agencia de rating que quitó la "AAA" a Estados Unidos, en julio de 2011 (dos meses antes de solicitar el reconocimiento como NRSRO), anticipándose a Standar&Poor's, que lo hizo un mes después. También se anticipó a las "tres grandes" en la rebaja de nota de España y Francia.

La calificación de Dagong distingue entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo.

En el largo plazo, y entre las categorías entre AA y CCC se puede un signo positivo o negativo para indicar su posición relativa dentro de las principales categorías

Tabla 16 Notas de calificación de Dagong

DAGONG			
D E U D A A L A R G O	AAA	Óptima calidad. Capacidad de reembolso de intereses y principal muy fuerte	GRADO DE INVERSIÓN
	AA	Alta calidad. Análoga a la anterior con capacidad de reembolso algo inferior.	
	A	Buena calidad. Análoga a las anteriores, puede verse afectada por cambios en las condiciones económicas.	
	BBB	Calidad satisfactoria. Capacidad adecuada de reembolso, que En cambio de circunstancias económicas reducirá probablemente.	
P L A Z O	BB	Mayor exposición frente a condiciones financieras o económicas adversas.	GRADO ESPECULATIVO
	B	Mayor vulnerabilidad. Condiciones adversas llevarían al incumplimiento del servicio de la deuda	
	CCC	Vulnerabilidad identificada. Solo circunstancias favorables pueden impedir el incumplimiento.	
	CC	Retrasos en reembolso de interés y principal.	
C O R T O P L A Z O	C	Formulada solicitud de quiebra pero todavía reembolsa intereses y/o principal.	CORTO PLAZO
	A-1	Alto grado de solvencia.	
	A-2	Capacidad de repago fuerte.	
	A-3	Capacidad satisfactoria. Algo vulnerable a cambios.	
	B	Importante nivel especulativo.	
	C	Capacidad dudosa de reembolso.	
D	Incumplida ("in default").		

Fuente: Elaboración propia a partir de www.dagongcredit.com

5.2.1.2 Un nuevo punto de vista

Dagong representa la mayor agencia de rating fuera de los Estados Unidos. Al no estar bajo supervisión estadounidense es lógico pensar que se encuentra más libre a la hora de analizar la deuda soberana de dicho país. Como ejemplo, Moody's y Fitch califican la deuda soberana

de Estados Unidos como AAA. Tres semanas después de que S&P rebajara esta deuda un escalón, el presidente de la compañía dimitió.

Para demostrar que Dagong representa un nuevo punto de vista, debemos analizar la correlación entre las “tres grandes” y Dagong.

Para ello, primero debemos conseguir las calificaciones de los principales países por parte de las cuatro Agencias objeto del estudio.

Tabla 17 Notas con las que las Agencias califican a los principales países

	Moody's	S&P	Fitch	Dagong
España	A-	BBB+	A	A
EEUU	AAA	AA+	AAA	A
Canadá	AAA	AAA	AAA	AA+
RU	AAA	AAA	AAA	A+
Francia	AAA	AA+	AAA	A+
Italia	A-	BBB+	A-	BBB+
Alemania	AAA	AAA	AAA	AA+
Suiza	AAA	AAA	AAA	AAA
Suecia	AAA	AAA	AAA	AAA
Holanda	AAA	AAA	AAA	AA+
Bélgica	AAA	AA	AAA	A+
Portugal	BB-	BB	BB+	BB+
Irlanda	BB+	BBB+	BBB+	BBB+
Grecia	C	CCC	B-	CC
Japón	AA-	AA-	AAA	A+
China	AA-	AA-	A+	AA+
Brasil	BBB	BBB	BBB	A-
Rusia	BBB+	BBB	BBB	A
India	BBB-	BBB-	BBB-	BBB+
Corea del Sur	A+	A	A+	AA-

Fuente: Elaboración propia

Para este estudio he utilizado las notas de 20 de las principales economías mundiales, como son España, Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, Italia, Alemania, Suiza, Suecia, Holanda, Bélgica, Portugal, Irlanda, Grecia, Japón, China, Brasil, Rusia, India y Corea del Sur, con sus calificaciones a 11 de mayo de 2012.

Conseguidas las calificaciones, asignamos una referencia numérica a cada calificación, correspondiéndose el uno con la máxima nota posible, AAA, y 24 a la peor nota, D.

Tabla 18 Asignación numérica a las calificaciones

AAA	1
AA+	2
AA	3
AA-	4
A+	5
A	6
A-	7
BBB+	8
BBB	9
BBB-	10
BB+	11
BB	12
BB-	13
B+	14
B	15
B-	16
CCC+	17
CCC	18
CCC-	19
CC	20
C	21
DDD	22
DD	23
D	24

Fuente: Elaboración propia

Y modificamos las notas de las Agencias por su referencia numérica.

Tabla 19 Referencias numéricas para los países

	Moody's	S&P	Fitch	Dagong
España	7	8	6	6
EEUU	1	2	1	6
Canadá	1	1	1	2
RU	1	1	1	5
Francia	1	2	1	5
Italia	7	8	7	8
Alemania	1	1	1	2
Suiza	1	1	1	1
Suecia	1	1	1	1
Holanda	1	1	1	2
Bélgica	1	3	1	5
Portugal	13	12	11	11
Irlanda	11	8	8	8
Grecia	21	18	16	20
Japón	4	4	1	5
China	4	4	5	2
Brasil	9	9	9	7
Rusia	8	9	9	6
India	10	10	10	8
Corea del Sur	5	6	5	4

Fuente: Elaboración propia

Tras estos cambios ya podemos calcular la correlación entre las agencias.

Tabla 20 Correlación entre las cuatro mayores Agencias de Calificación Crediticia

	<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	<i>Fitch</i>	<i>Dagong</i>
Moody's	1			
S&P	0,98016128	1		
Fitch	0,97045164	0,97774801	1	
Dagong	0,90386481	0,8974164	0,83924557	1

Fuente: Elaboración propia

Entre Moody's y S&P existe una correlación de 0,98, o un 98% de notas coincidentes. Entre Moody's y Fitch se reduce la correlación a un 0,97, y entre Fitch y S&P la correlación es de casi 0,98.

Por otro lado, la correlación entre Dagong y Moody's es de 0,90, entre Dagong y S&P es de casi 0,90, y entre Dagong y Fitch es de casi 0,84.

Por lo tanto podemos decir que las notas coincidentes entre las tres grandes son de casi el 98%, sin embargo, las notas de las tres grandes con respecto a Dagong coinciden en menos de un 88%.

Aunque a simple vista no puedan parecer diferencias espectaculares (la mayor diferencia es de 0,14 entre Fitch y Dagong), debemos tener en cuenta que al tratarse de calificaciones crediticias, existen notas, sobre todo la de los países más solventes, que siempre van a coincidir en cualquier Agencia (como los casos de Suiza o Suecia).

5.2.2 Una agencia europea

Muchas personas son partidarias de una agencia europea. Personalidades como Max Otte, director del Instituto de Desarrollo Patrimonial de Colonia, abogan por una gran agencia pública europea. Especialmente importante sería la condición de pública pues, según Max Otte, *“la agencia debería ser pública, pues ninguna agencia pública puede funcionar de forma más desastrosa que las privadas”*. Pero una agencia pública siempre arrastraría consigo una duda, la duda de la credibilidad, ya que su financiación podría implicar injerencias políticas. Ésta es la opinión de Wolf Klinz, eurodiputado alemán, la cual compartimos.

Wolf Klinz, en su “Proyecto de informe sobre las agencias de calificación crediticia: perspectivas futuras”, de noviembre del 2010, dedica cuatro puntos a la creación de una fundación europea de calificación crediticia (FECC). El europarlamentario alemán aboga por la creación de la citada fundación y que “deben calcularse cuidadosamente los costes iniciales de financiación de los tres primeros años de actividad de esta fundación”. También considera que estos costes se deben sufragar “a través de una suma de capital a tanto alzado, aportada por el sector de los servicios financieros y con la participación tanto de los usuarios como de los emisores”. Pide a la Comisión que “presente una evaluación de impacto detallada y una estimación de los costes de la financiación necesaria; considera que esta nueva fundación debe ser completamente autónoma al cabo de los primeros tres años”. Considera que, “para asegurar su credibilidad, la dirección, el personal y la estructura de gobernanza de esta nueva fundación deben ser completamente autónomos respecto de los Estados miembros, la Comisión y todos los demás organismos públicos”. Por último, “pide a la Comisión que realice una evaluación de impacto detallada y un estudio de viabilidad sobre la creación de una fundación independiente de calificación crediticia y que presente propuestas legislativas”.

Más tarde, en la “Resolución del Parlamento Europeo, de 8 de junio de 2011, sobre las agencias de calificación crediticia: perspectivas futuras (2010/2302(INI))”, el Parlamento Europeo pide a la Comisión que “lleve a cabo una evaluación de impacto y un estudio de viabilidad detallados sobre los costes, los beneficios la posible estructura de gobernanza de una fundación europea de calificación crediticia”. Opina “que la Comisión debería prever que los costes de financiación del período inicial de actividad de esta fundación cubran un periodo que oscile entre tres y cinco años como máximo y que dichos costes deben evaluarse cuidadosamente; destaca que toda propuesta legislativa en este sentido debe formularse con sumo cuidado, a fin de no socavar las iniciativas políticas paralelas dirigidas a reducir la dependencia excesiva de las calificaciones y a alentar la entrada en el mercado de nuevas

agencias de calificación crediticia”. Sobre su financiación considera que “dichos costes no deben recaer bajo ninguna circunstancia en los contribuyentes, y considera que no habrá de facilitarse financiación adicional y que esta nueva fundación debe ser completamente autónoma a efectos presupuestarios al término del período inicial”. También considera que “para asegurar su credibilidad, la dirección, el personal y la estructura de gobernanza de esta nueva fundación deben ser completamente independientes y autónomos, es decir no estar sometidos a ninguna instrucción de los Estados miembros, la Comisión y todos los demás organismos públicos, así como del sector financiero y otras agencias de calificación, y deben ejercer sus funciones de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1060/2009 en su versión modificada”.

Como vemos, la resolución del Parlamento se fundamenta en el informe de Wolf Klinz.

Por el contrario, el europarlamentario francés Jean-Paul Gauzès, ha indicado que las principales agrupaciones políticas europeas, el Partido Popular Europeo, la Alianza de los Liberales Europeos, así como los Verdes e Izquierda Unitaria, cuestionan la idoneidad de crear una agencia europea de calificación, ya que sería incompatible con restar credibilidad a las que ya existen.

6 Conclusiones

En este trabajo hemos dirigido nuestra atención hacia el mercado de las Calificaciones Crediticias, mercado que se caracteriza por su falta de transparencia. La negativa de la Xunta para facilitarnos información sobre los pagos realizados a las Agencias, para incorporar dichos datos al presente trabajo, es un claro ejemplo del hermetismo de este mercado.

Una vez conocido el funcionamiento de las Agencias, hemos tratado de demostrar, en el apartado 3, que los inversores ya no responden a una bajada de la Calificación de España, ya que su prima de riesgo no sube como norma ante una bajada de la calificación, como venía ocurriendo hasta el último trimestre del año 2011. El hecho de que los inversores no actúen ante las bajadas de calificación nos hace pensar que las Agencias han perdido la confianza de los inversores. Además, ante la menor emisión de productos estructurados, la calificación de bonos soberanos se convierte en una de las principales fuentes de ingresos de las Agencias, lo que coloca a éstas en una delicada situación en el medio plazo.

Después de analizar en el apartado 4 algunos fallos flagrantes de las Agencias, hemos mostrado, en el apartado 5, que Dagong supone un nuevo punto de vista en el mercado de las ACCs, por lo que vemos como un punto positivo para el mercado de las Calificaciones su introducción total en el mercado Occidental.

Asimismo hemos visto cómo las presiones políticas pueden influir sobre los intervinientes en el mercado de las Calificaciones, tanto en el caso de empresas (como queda patente con la prohibición a Dagong de operar en suelo estadounidense), como en el caso de directivos (así lo constatan las presiones para dimitiese que el presidente de S&P después de la bajada de Calificación de dicha empresa a Estados Unidos).

Por último, nos hemos posicionado a favor de la creación de una gran Agencia europea, siguiendo la propuesta del eurodiputado alemán Wolf Klinz. La creación de esta Agencia, junto con la introducción de Dagong, supondría aumentar de 3 a 5 los principales integrantes del mercado de la Calificación Crediticia, que junto a la nueva regulación europea, hacen presagiar un mejor funcionamiento del mercado de las Calificaciones en el medio plazo.

7 Bibliografía

- Bai, L. (2010). *The performance disclosures of credit rating agencies: are they effective reputational sanctions?*, New York University Journal of Law & Business.
- Canales, C. y López, F. (2009). *El legado de Arthur Andersen*. Barcelona: Libros de Cabecera pp 197-230.
- Cantwell, J. (1998). *Managing Credit Ratings and Rating Agency Relationship*. Treasury Management Association Journal, vol. November/December
- Dagong (2010) “Statement on SEC rejection”, disponible en: http://www.dagongcredit.com/dagongweb/english/pr/show.php?id=78&table=web_e_zx_zx, consultado el 12 de junio de 2012.
- Dittrich, F. (2007). *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*. Tesis Doctoral. Colonia. Universidad de Colonia.
- Los tres días en los que murió Wall Street (2009) CNNExpansión. Disponible en: <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2009/01/02/los-tres-dias-en-que-murio-wall-street>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Eisinger, J. (2011). Vows of Change at Moody’s, but the Flaws Remain the Same, The New York Times. Disponible en <http://dealbook.nytimes.com/2011/04/13/vows-of-change-at-moodys-but-the-flaws-remain-the-same/>, consultado el 12 de junio de 2012.
- El presidente de S&P dimite tres semanas después de la rebaja de EEUU (2001). El Economista. Disponible en: <http://www.eleconomista.es/flash/noticias/3322795/08/11/El-presidente-de-SP-dimite-tres-semanas-despues-de-la-rebaja-de-EEUU.html>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Enron: The Smartest Guys in the Room (2005) Película dirigida por Alex Gibney. Estados Unidos, productora: Magnolia Pictures (DVD).
- EEUU (2002). Sarbanes-Oxley Act of 2002. Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745. Disponible en: <http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CF0QFjAA&url=http%3A%2F%2Ffl1.findlaw.com%2Fnews.findlaw.com%2Fcnn%2Fdocs%2Fgwbush%2Fsarbanesoxley072302.pdf&ei=NIP8T7H9LcfNhAeDpLSNCA&usg=AFQjCNG1-7564hUCa136iIFx7TXq8KszHg&sig2=XjzsaWL3UUIAW7wlo5WH3Q>, consultado el 9 de junio de 2012.

- EEUU (2006). Credit Rating Agency Reform Act of 2006. Pub. L. 109-291, 120 Stat. 132. Disponible en: <http://www.glin.gov/view.action?glinID=190699>, consultado el 13 de junio de 2012.
- FCIC (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. Disponible en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Feinland, L. (2008) Rating Agencies and Their Methodologies. Seminar, Senior Bank Supervisors from Emerging Economies, World Bank/IMF/Federal Reserve System, Washington D.C.
- Fisch, J. (2005). Rating the Raters. Davis Business Law Journal, vol. 5. Disponible en: <http://blj.ucdavis.edu/archives/vol-5-no-1/Rating-The-Raters.html>, consultado el 12 de junio de 2012.
- IOSCO. (2004). Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.
- López, J. (1996) *El rating y las Agencias de calificación*. Madrid, Dykinson.
- Losada, R. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. CNMV. Monografía nº34, enero.
- Mollenkamp, C (2008). Lehman Files for Bankruptcy, Merrill Sold, AIG Seeks Cash. The Wall Street Journal. Disponible en: <http://online.wsj.com/article/SB122145492097035549.html>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Otte, M. Helfrich, T.(2011). *La crisis rompe las reglas*. Barcelona, Ariel pp 160-164.
- Sarria, J.H. (2011) Hacia la Creación de Nuevas Agencias de Rating en Europa. Instituto de Estudios Bursátiles. Disponible en: <http://www.ieb.es/investigacion/rating.pdf>, consultado el 10 de junio de 2012.
- SEC (2002). Egan-Jones Rating Company. Disponible en: <http://www.sec.gov/news/extra/credrate/eganjones2.htm>, consultado el 12 de junio de 2012.
- SEC (2003). Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Disponible en: <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, consultado el 11 de junio de 2012.
- SEC (2010). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Pub.L. 111-203, H.R. 4173. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>, consultado el 15 de junio de 2012.

- SEC (2010). Securities Exchange Act Of 1934. Rel. No. 62968. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, consultado el 13 de junio de 2012.
- SEC (2011). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Disponible en: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0111.pdf>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Sridhar, V. (2002). The WorldCom collapse. Frontline n° 19. Disponible en: <http://www.frontlineonnet.com/fl1915/19150810.htm>, consultado el 12 de junio de 2012.
- Tapia, A. (2010). *Las Agencias de Calificación Crediticia*. Pamplona, Thomson Reuters.
- Tapia, A., et al (2011). *Agencias de calificación crediticia*. Madrid, Funcas, Perspectivas del sistema financiero n° 103.
- UE (2006). Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. BOUE L.177. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:ES:PDF>, consultado el 15 de junio de 2012.
- UE (2008). Credit rating agencies: frequently asked questions. memo/08/691. Bruselas. Disponible en: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/691&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=fr>, consultado el 2 de junio de 2012.
- UE(2009). El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de calificación crediticia (Agencias de “rating”). RDBB n.º 116: 306 y ss. Disponible en: <http://www.boe.es/doue/2009/302/L00001-00031.pdf>, consultado el 12 de junio de 2012.
- UE (2010). Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo. BOUE L.311. 39. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:ES:PDF>, consultado el 15 de junio de 2012.
- UE (2011). Propuesta de modificación del Reglamento 1060/2009/CE. 2011/03061 (COD)