

# Calificaciones de riesgo

*Definición e influencia en la última década*

Nombre del alumno Alberto Miguel Palacios García.  
Nombre del tutor Javier De Andrés Suárez.  
Junio 2012.

Título del trabajo: Calificaciones de riesgo. Definición e influencia en la última década.

Nombre del alumno: Alberto Miguel Palacios García.

Nombre del tutor académico: Javier De Andrés Suárez.

Presentado en Junio del 2012.

<b>CAPÍTULO 1.</b>	
AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	6
<b>1.1 <u>Nacimiento del rating</u></b>	
<b>1.2 <u>Concepto de rating y agencias de calificación</u></b>	7
<b>1.3 <u>El sector de la calificación del riesgo crediticio</u></b>	8
<u>Desarrollo del rating en el mercado estadounidense y el mercado europeo</u>	8-10
<u>Las tres grandes</u>	10-11
 <b>CAPÍTULO 2.</b>	
PROCESO Y METODOLOGÍA	12
 <b>CAPÍTULO 3.</b>	
TABLAS DE CLASIFICACIÓN	13
 <b>CAPÍTULO 4.</b>	
TIPOLOGÍA, REQUISITOS, Y CARACTERÍSTICAS	14
<b>4.1 <u>Tipos agencias de calificación crediticia</u></b>	14
<b>4.2 <u>Tipos de calificaciones crediticias</u></b>	14-16
<b>4.3 <u>Características de la calificación crediticia</u></b>	16
<b>4.4 <u>Requisitos que deben cumplir</u></b>	16-17
<b>4.5 <u>Funciones de las agencias de calificación</u></b>	17
 <b>CAPÍTULO 5.</b>	
PAPEL DE LOS RATINGS EN LA SOCIEDAD	18
<b>5.1 <u>Puntos a favor</u></b>	18-20
<b>5.2 <u>Puntos en contra</u></b>	
<u>Limites del rating</u>	20
Función AAA	20
Países	20-23
Origen de sus honorarios	23-24
<u>Defectos estructurales y de regulación</u>	24
Situación de oligopolio y falta de competencia	24-25
Exceso de protagonismo en la regulación, efecto certificador	25-26
Calidad de las calificaciones y responsabilidad civil de las agencias	26-27
Falta de transparencia de las agencias de calificación	27-28
<b>5.3 <u>Crisis de las hipotecas subprime</u></b>	28-31
 <b>CAPÍTULO 6.</b>	
REGULACIÓN EUROPEA Y POSIBLE AGENCIA ESTATAL EUROPEA	32-34
 CONCLUSIONES	35
 ANEXO I AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA GLOBALES	36-37
 ANEXO II TIPOS DE RIESGO	38
 ANEXO III TITULIZACIÓN	39
 ANEXO IV FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA	40
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41-43

## INTRODUCCIÓN

Las agencias de calificación crediticia y sus calificaciones o ratings empezaron a cobrar trascendencia dentro de la sociedad a partir del inicio del siglo XXI por diversos fallos que adquirieron gran repercusión dentro de la prensa, situándose finalmente dentro del conocimiento general de la población a partir de la crisis europea iniciada en 2007 debido al escándalo de las hipotecas subprime (elementos de financiación estructurada diseñados y calificados a la vez por las propias agencias de calificación crediticia).

La principal función que radica en las calificaciones crediticias es la evaluación de la mayor o menor probabilidad de pago de la deuda y los intereses, proporcionando indicadores que sirvan de referencia a los inversores con el fin de que puedan tener conocimiento del riesgo crediticio de una forma simple y accesible (aunque ciertas opiniones referentes a las calificaciones suelen ser de pago).

Su importancia deriva de su implantación dentro de la regulación, lo que afecta a todo el entramado institucional, y sectores clave de la sociedad como son el bancario y las agencias de seguros y reaseguros. Y porque los niveles de calificación resultantes de la aplicación del proceso de calificación pretenden poseer la misma validez independientemente de la clase de prestatario.

El riesgo más bajo suele estar asociado con la deuda de los gobiernos centrales. Tener bajos niveles de riesgo sumados a tipos de interés más altos, son instrumentos de deuda que suelen ser utilizados por gobiernos y grandes compañías.

Las calificaciones de crédito, sus repercusiones, y su regulación presente y futura, centrarán la atención de este trabajo, mostrando su poder e influencia, y la necesidad de una correcta regulación de este sector.

El presente documento consta de 6 capítulos donde se expondrán los aspectos relacionados con la calificación crediticia, como hacen su trabajo las agencias de calificación y como contribuyen a la inestabilidad de forma indirecta.

En el Capítulo primero sirve para presentar su creación, el concepto de agencias y calificaciones crediticias, y su desarrollo en los mercados estadounidense y europeo junto con sus tres agencias más representativas.

En el Capítulo segundo se plantea de una forma elemental los procesos y métodos seguidos por las agencias de calificación crediticia.

Se muestran las tablas de clasificación como principal herramienta para los inversores en el Capítulo tercero.

En el Capítulo cuarto se profundiza en los tipos de agencias y calificaciones crediticias, así como sus funciones dentro del entramado financiero.

Las aportaciones de las calificaciones crediticias al sistema financiero, sus carencias y defectos, y finalmente un inciso haciendo referencia a la crisis de las hipotecas subprime se detalla en el Capítulo quinto.

En las páginas del Capítulo sexto se da a conocer el futuro de la regulación europea y las impresiones de la Comisión sobre la posibilidad de una Agencia estatal de calificación europea.

Finalmente, los anexos de este trabajo recogen un listado de las agencias de calificación crediticia, una introducción a los tipos de riesgo del mercado, sobre la titulización, y la financiación estructurada.

Con este trabajo espero aclarar cuestiones que han surgido con las agencias de calificación crediticia, mostrando sus impactos tanto positivos como negativos, así como el camino trazado por los reguladores para el futuro próximo.

## AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Nos encontramos en un entorno empresarial y financiero en el que se vienen utilizando los servicios de las agencias de calificación crediticia desde principios del siglo XX.

Los inversores hacen uso de las calificaciones crediticias como un indicador de la probabilidad de recuperar su dinero. Adicionalmente, los prestatarios pueden beneficiarse de tener calificada su deuda, con el objetivo de colocarla con mayor facilidad y eliminar las dudas que haya en relación a ellos.

Estas calificaciones son opiniones emitidas por agencias especializadas en la evaluación del crédito que analizan detalladamente estos cuatro ámbitos: el de los países y otras instancias infra y supra nacionales, el de las empresas, el de las entidades financieras y el de sus productos financieros estructurados.

Este análisis es bastante mecánico y enfocado a una serie de ratios financieros relacionados con la deuda de las empresas, además de considerar también un amplio número de factores como sus cuentas a lo largo de los años, sus beneficios y sus expectativas futuras. También evalúan otro tipo de factores que cubren el sector en que se encuentra la compañía, como el número de competidores, su dirección empresarial en términos de satisfacción operacional, planes políticos y calidad.

Por tanto, las agencias de calificación crediticia son empresas privadas cuya principal función es evaluar el riesgo crediticio.

### **Nacimiento del Rating**

El rating surgió en los Estados Unidos, país en el que actualmente tienen las agencias de calificación mayor integración. La gran expansión económica, geográfica y política ocurrida en este país en el siglo XIX propició la creación de mercados de capitales para satisfacer las necesidades de recursos financieros.

El auge económico se debió al crecimiento de la industrialización en éste, ya que se produjo principalmente la deslocalización de los centros productivos desde las zonas europeas de Francia e Inglaterra hacia Estados Unidos. Este apogeo industrial se basó en gran medida al aprovechar los recursos económicos de otros países (tecnología de países europeos provenientes de Francia, Rusia, Inglaterra, junto con una amplia utilización de capitales extranjeros) sumado al uso de mano de obra extranjera (la inmigración fue muy intensa y constante entre 1850 y principios del siglo XX).

El factor geográfico le supuso numerosas ventajas por el desarrollo de la navegación y la pesca, y el comercio exterior. También los amplios recursos naturales (yacimientos de carbón, petróleo, hierro, cobre, plomo, zinc, fosfato, sal, piedra, arcilla y azufre) facilitaron este crecimiento, desarrollándose industrias petroleras, electrotécnica, química y de construcción que supusieron una concentración industrial, además de la especialización de los trabajadores y empresas.

Como resultado de la victoria de los Estados del Norte en la guerra civil (1861-1865) se consumó la culminación del desarrollo industrial en Estados Unidos y la puesta en marcha de una tarifa proteccionista.

“Este desarrollo de los mercados se vio acompañado del hecho de que los inversores necesitaban conocer la situación financiera de las numerosas compañías ferroviarias, que eran las que estaban llevando la revolución industrial a todo el país, y que se financiaban en gran medida mediante emisiones de bonos. Con la finalidad de satisfacer esta necesidad se crean sociedades cuyo objetivo era la realización de estudios sobre la situación financiera de tales compañías.”, (Verona, 2002, p.16).

## **Concepto de rating y agencias de calificación.**

Estas son algunas de las definiciones más representativas:

Ontiveros y otros definen el rating como un instrumento que “trata de proporcionar un indicador expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad del pago en el tiempo estipulado tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta, en definitiva, del menor o mayor riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los ha recibido”, (Ontiveros, 1991).

El boletín del inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores define los ratings como “calificaciones que reflejan la síntesis del análisis de la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones financieras, a corto y largo plazo. Es decir, reflejan la solvencia de la compañía”. Éstos “permiten a los inversores comparar el riesgo de diferentes inversiones a pesar de que vengan de emisores de distintos países, sectores, etc.” y a las agencias de calificación como “compañías especializadas en el análisis de valores y empresas. Las agencias de calificación crediticia analizan las compañías con sus propias metodologías que pueden combinar métodos cualitativos y cuantitativos de análisis financiero”, (CNMV, 2010).

Standard & Poors's (2012) define las calificaciones crediticias como “opiniones prospectivas sobre el riesgo crediticio. Las calificaciones crediticias de Standard & Poor's expresan la opinión de la agencia sobre la capacidad y voluntad de un emisor, sea una empresa, estado o gobierno municipal, para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones financieras” y a las agencias calificadoras como “empresas especializadas en la evaluación del riesgo crediticio” en las que cada agencia “aplica su propia metodología para medir la calidad crediticia” utilizando “una escala de calificación específica para publicar sus opiniones”.

En el ámbito europeo, el Reglamento (CE) nº1060/2009 dice que la “agencia de calificación crediticia es una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional”, y define la calificación crediticia como “un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación” (art. 3.1.a y b).

El Reglamento (CE) nº1060/2009 define el “grupo de agencias de calificación crediticia como un grupo de empresas establecido en la Comunidad integrado por una empresa matriz y sus filiales según lo previsto en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, y cuya ocupación incluya emitir calificaciones crediticias” (art 3.1.m). Esta definición añade que el grupo de agencias de calificación crediticia incluirá también las agencias de calificación crediticia establecidas en terceros países a los efectos del refrendo por una agencia de calificación crediticia comunitaria de las calificaciones crediticias emitidas por agencias de calificación crediticia extracomunitarias (art. 4.3.a).

Cobra gran importancia reseñar que las calificaciones no deben interpretarse como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento de una valor, ni como una evaluación de la calidad de una empresa respecto a otra, entendiéndose de forma que una empresa no es mejor que otra por tener mejor rating. Éstas no están conceptuadas como auditorías ya que tienen en cuenta hipótesis sobre acontecimientos futuros en el momento de realizar su evaluación.

Además la obtención de una calificación crediticia es un requisito indispensable para la mayoría de las emisiones de Estados Unidos y extendiéndose por el resto de economías mundiales llegando a ser imprescindible para los emisores de deuda. Y por lo tanto, no es solo aplicable a emisiones sino que además abarca diversos productos e instrumentos financieros.

## **El sector de la calificación del riesgo crediticio.**

Las agencias de calificación crediticia son empresas privadas reconocidas dentro de los mercados financieros como proveedores de opiniones independientes sobre el riesgo crediticio. Su labor consiste en realizar análisis y emitir opiniones sobre la capacidad de devolución de una deuda y el pago de sus intereses en los plazos acordados, abarcando desde compañías, gobiernos e instrumentos financieros.

Tienen una gran repercusión dentro de los mercados financieros, ya que sus opiniones son seguidas por inversores, prestatarios, emisores y gobiernos. Los inversores se apoyarán en sus calificaciones para tomar decisiones de inversión en función de los niveles de riesgo que están dispuestos a aceptar. Los emisores o las emisiones afectarán a su coste de capital. Las calificaciones crediticias se encuentran integradas dentro de la regulación financiera y de forma más destacada en lo concerniente a la titulización, en el que las instituciones de crédito tienen la obligación de usar las calificaciones crediticias para calcular sus requisitos de capital.

Aunque actualmente existe un buen número de empresas de calificación crediticia hay tres nombres que destacan por encima de los otros en la memoria colectiva de la sociedad. Éstas son: Moody's Investors Service, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Las tres agencias con mayor poder, que tienen un 95 por 100 de cuota de mercado, emiten el 97 por 100 de las calificaciones y obtienen el 98 por 100 de los ingresos (Comisión Europea, 2011).

Los niveles de fiabilidad y de reputación que estas empresas han logrado a lo largo de su historia se han basado en mantener su confidencialidad e independencia realizando análisis imparciales, documentados y confeccionados por profesionales especializados, y en la que la reputación ha sido la piedra angular sobre la que se han sustentado.

### Desarrollo del rating en el mercado estadounidense y en el mercado europeo

Es en Estados Unidos donde el rating está más presente, no sólo en los mercados sino también en la regulación financiera, introduciéndolo como un input para mantener una estabilidad y proteger a los inversores de las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones.

A mediados de los años setenta se llegó a la conclusión de la necesidad de otorgarle mayor importancia a los ratings en la regulación financiera, a causa de la crisis del petróleo ocurrida durante esta década.

Existen una serie de razones que llevaron a esta situación: La complejidad del mercado de capitales, con el elevado número de emisores y el pequeño tamaño de muchos de ellos; Algunos casos de impago de grandes multinacionales; Un buen sistema de información financiera y los criterios del SEC han contribuido en gran medida a este desarrollo (Verona, 2002).

La Securities and Exchange Commission (SEC) estadounidense decidió crear un sistema de registro para las agencias de calificación crediticia, estableciendo una serie de requisitos para obtener la denominación National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO), lo que les permitía emitir ratings que podían ser utilizados en la regulación financiera. Existe cierta controversia en torno a la obtención de la denominación NRSRO, ya que estos criterios nunca se llegaron a conocer en su totalidad.

A principios de los noventa se produjeron una serie de fusiones que rebajó el número de éstas de siete a tres (Standard & Poor's, Moody's y Fitch).

Fuera de los Estados Unidos, donde se utiliza más el rating es en la Unión Europea. Tiene un menor número de emisiones y unos requisitos más informales. Además, estos emisores suelen ser



multinacionales o entidades estatales y su riesgo va en función de su reputación. Esto cambió con la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (1988).

Posteriormente, determinados casos de impagos de empresas, como Olympia and York, Integrated Resources o The Bond Corporation evidenciaron los problemas de riesgo en Europa. Esto impulsó el desarrollo de las agencias de calificación en el continente en la Directiva 2006/48/CE.

“En concreto, en la parte II del anexo VI de la Directiva se enumeraron los requisitos que una agencia de rating debía cumplir para alcanzar el status de ECAI. El proceso de registro de las agencias tenía que ser llevado a cabo en cada país por las respectivas autoridades que tienen competencia sobre la supervisión bancaria y/o de empresas de servicios de inversión. Esto es debido a que los ratings de las agencias ECAI también son usados en el cálculo del capital regulatorio de las empresas de servicio de inversión, en virtud de la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de Junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito” (Losada, 2011, p. 69).

Para que las agencias formaran parte del ECAI tenían que cumplir como requisitos básicos: que fueran consideradas creíbles y fiables por los usuarios y gozaran de reconocimiento en el mercado. Ambos muy semejantes a los requisitos del antiguo NRSRO de Estados Unidos en vez de basarse en parámetros objetivos de calidad. Además al igual que ocurría con el NRSRO era muy difícil que una agencia fuera desposeída del título de ECAI.

A partir de las quiebras de las empresas Enron y Parmalat se comienza con una primera etapa de reformas regulatorias. Siguiéndose dos estilos diferentes entre Europa y Estados Unidos. En el primero se optó por la autorregulación de la industria mientras que en la cuna de los ratings se optó por una regulación directa en busca de solucionar la falta de competencia y su posible repercusión en la calidad de los ratings.

En Europa a través del IOSCO (Organización que reúne a los reguladores de valores del mundo y los mercados de futuros) se determinó la importancia de los ratings dentro de los mercados financieros “All in all, Credit Rating Agencies ratings help investors better understand the risks and uncertainties they face when investing in a given debt security, while lowering the costs of raising capital for issuers” (IOSCO, 2003), y en Diciembre de 2004 se publicó el documento Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, en el que se marcan las pautas que las agencias deberían seguir para que sus ratings tuvieran la calidad adecuada, haciendo hincapié: a) en la calidad e integridad de los procesos de calificación, b) evitar conflictos de intereses, manteniendo la independencia de las agencias, y c) su responsabilidad pública. Lo más reseñable de este código era que sus medidas no eran de obligado cumplimiento, sino que dejaba la implementación efectiva del Código a los mecanismos de mercado, o, a su adopción en las regulaciones nacionales.

En Estados Unidos el SEC emitió un informe sobre el papel de los ratings dentro del mercado financiero así como las disfunciones dentro del funcionamiento de este sector. Tras esto, se aprobó una ley que reformó el marco regulatorio que afectaba a las agencias de calificación, la Credit Rating Agency Reform Act (2006), (Losada, 2011).

El aspecto más importante que trajo fue la modificación del sistema NRSRO pasando a ser un sistema de reconocimiento, dejando atrás el viejo sistema de registro. Esto supuso la eliminación de la que había sido una barrera de entrada al sector hasta el momento, buscando modificar la situación de oligopolio en la que se encontraba la industria. Esto se vio ratificado con el paso del tiempo al aumentar el número de agencias dentro del sistema NRSRO pasando a ser diez (Moody's Investor Service, Standard and Poor's, Fitch Ratings, A.M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd, Japan Credit Rating Agency Ltd, R&I Inc, Egan-Jones Rating Company, LACE Financial y Realpoint LLC).

Y su segundo aspecto más destacable consistía en que condiciona la permanencia en el sistema NRSRO con el comportamiento estadístico de los ratings, exigiendo que no se desvíen en exceso del comportamiento de la industria.

Una segunda etapa de reformas en la regulación surgió después de la crisis de las hipotecas subprime. Tras la emisión de un informe por parte del Financial Stability Forum sobre la situación de los ratings, junto con recomendaciones enfocadas a la actuación de las agencias de calificación directamente (evitar conflictos de intereses, aumentar la competencia y mayor transparencia en los criterios y metodologías seguidos para los inversores), y a otras de forma indirecta enfocadas a reducir su presencia en la regulación financiera (reduciendo: la supervisión financiera, las operaciones de los bancos centrales, requerimientos de garantías en la negociación de activos y transparencia de los emisores de valores).

La Unión Europea a través del Reglamento 1060/2009 obligó a su registro y supervisión por parte de la Autoridad Europea de los Mercados Financieros, pero manteniéndose el sistema ECAI.

Mientras, en Estados Unidos se reformó a través de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) creando la Office of Credit Ratings, encargada de supervisar y penalizar a las agencias del NRSRO.

### Las tres grandes

-Standard & Poor's.

La agencia fue fundada en 1860 en Estados Unidos y comenzó a calificar la deuda de emisores corporativos y municipales en 1923.

En 1966 fue adquirida por la editorial norteamericana Mc Graw & Hill, tras cotizar en bolsa anteriormente.

Con oficinas en 23 países posee una gran reputación como proveedor de información sobre mercados financieros, índices, calificaciones crediticias, análisis de inversión, evaluaciones del riesgo, y soluciones.

Entre los productos que ofrece están el S&P 500, the premier U.S. portafolio index, S&P 1200, the premier global equity performance benchmark y más de 220.000 calificaciones de crédito.

El apartado de S&P índices mantiene una amplia variedad de índices de referencia entre los que destacan S&P 500 (índice bursátil); el S&P/Case-Shiller Home Price Indices (indicador de precios de la vivienda en Estados Unidos); S&P Global GSCI (índice de materias primas).

Su departamento S&P Capital IQ es un proveedor líder de información, investigación, y análisis de activos para inversionistas institucionales, asesores de inversión, y administradores de fondos. Ofrece distintas herramientas para generar índices alfa, análisis del riesgo, para identificar nuevas ideas de inversión y revisar el desempeño (S&P, 2012).

-Moody's Investors Service.

La agencia fue fundada por John Moody en 1909 en los Estados Unidos. En 1919 la agencia ya asignaba calificaciones de riesgo de crédito a la deuda soberana de algunos países (Gran Bretaña, Francia, Italia, Japón, y la República de China). En 1924 las calificaciones de Moody's cubrían el 100 por 100 del mercado de bonos de Estados Unidos. En la década de los 70 se expandió a la deuda comercial y comenzó la calificación de emisores de Eurobonos, Barclays Bank International, Japan Development Bank, y Société Nationale des Chemins de Fer Français.

La empresa obtuvo para el año 2010 unos ingresos de 2.032 \$ millones, unos beneficios de explotación de 772,8 \$ millones, y un beneficio neto de 507,8 \$ millones (Moody's, 2011).

Los principales propietarios institucionales de Moody's incluyen la compañía Warren Buffet Berkshire Hathaway, y Davis Selected Advisers.

-Fitch Ratings.

Fue fundada en 1913 por John Knowles Fitch en Nueva York. Se combinó con IBCA entidad independiente fundada en 1978 con sede en Londres, en Diciembre de 1997, y es de propiedad mayoritaria de Fimalac. En el 2000 adquirió Duff & Phelps Credit Rating Co. Y Thomson Financial BankWatch.

Fitch es la más pequeña de las consideradas las tres grandes (junto a Moody's y Standard & Poor's). Aún así obtuvo unos ingresos de 732 \$ millones para el ejercicio 2011.

En 2008 creó una nueva división del grupo Fitch Solutions encargado de realizar valoración de acuerdos de datos, labor investigadora y servicios de formación interna y externa.

## PROCESO Y METODOLOGÍA.

La realización de calificaciones por parte de las agencias de calificación crediticia, consta de una serie de pasos comunes para su elaboración, aunque los criterios internos entre las diferentes agencias de calificación cambian, como exponen diversos trabajos teóricos (López, 1996 y Verona, 2002).

A la hora de elaborar el rating, las agencias tienen en cuenta que éste sea a corto o largo plazo. Lo que les hará tomar en cuenta distintos factores prioritarios a la hora de realizar la evaluación, haciéndose énfasis en el cash-flow y el acceso a financiación u obtener deuda en el corto plazo.

En el caso de que el rating sea solicitado por la empresa que será calificada, se comienza con una reunión, para una primera toma de contacto en la cual se tomarán en cuenta las áreas más importantes y sus procesos internos. Y en la que se le informa detenidamente a la empresa de en qué consiste un rating, las condiciones y los procesos a llevar a cabo para su emisión final.

A continuación, se asignará un equipo de analistas financieros especializados que empezarán a estudiar la información que tienen a su disposición, analizando: 1) las cuentas anuales con su tendencia histórica a lo largo de una serie de años, así como también sus previsiones futuras, su nivel de liquidez respecto a las necesidades del sector e imprevistos, su rentabilidad, resultados y demás ratios con el fin de tener la imagen más fiable posible sobre la solidez financiera. 2) Los incentivos fiscales, subvenciones y donaciones, y demás apoyo que obtenga en los países en los que realice su actividad. 3) Su competitividad dentro del sector en relación a sus competidores, su plan de negocio futuro y sus expectativas de crecimiento, junto con su flexibilidad para adaptarse a las exigencias del sector. 4) Todos estos factores anteriores se sumarán a otro de aspecto cualitativo como es la calidad de los gestores de la entidad, su estrategia y capacidad de respuesta ante imprevistos. Además también tendrán en cuenta las variables del entorno: 1) El riesgo soberano como el ídem de impago de deudas, aplicable tanto a países como a empresas o administraciones públicas. Se trata de una herramienta útil para bancos y acreedores que quieren asegurarse que la inversión realizada en estas deudas será recuperada. 2) El riesgo sectorial y el entorno económico, teniendo en cuenta la influencia de la compañía en el país en el que está ubicado, tendencias en la oferta y la demanda, problemas logísticos, influencias de posibles cambios en política económica, etc.

Una vez finalizado la evaluación, el analista principal del equipo hará una recomendación que pasará al comité de rating que concederá la calificación final y ésta se comunicará al emisor que podrá aportar nueva información de carácter relevante en el caso de que no esté de acuerdo con la calificación obtenida. Siendo esta nueva información evaluada por el comité, que decidirá modificar o no la calificación en función de los documentos aportados, y procediendo a emitir la calificación a no ser que el emisor tenga la posibilidad de impedirlo.

Finalmente, se realizará un seguimiento, existiendo la posibilidad de que la calificación sea modificada en el futuro, si se considera que la calidad crediticia del emisor se ha deteriorado.

## TABLAS DE CLASIFICACIONES

Una vez realizada la evaluación y decidida la calificación, ésta es trasladada a una escala que no suele diferir en exceso entre las diferentes agencias de calificación, haciendo más simple su entendimiento para todos los inversores. A continuación, se halla una tabla con los diferentes grados de calificación de las tres principales empresas del sector para el corto y el largo plazo.

MOODY'S		S&P		FITCH		GRADOS OTORGADOS
Deuda L/P	Deuda C/P	Deuda L/P	Deuda C/P	Deuda L/P	Deuda C/P	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	Calidad óptima
Aa1		AA+		AA+		Alta calidad
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	A1	Buena calidad
A2		A		A		
A3		A-	A-2	A-	A2	
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	A3	Calidad satisfactoria. Tensiones en el L/P.
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1		BB+	B	BB+	B	Calidad cuestionable. Escala especulativa.
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Calidad dudosa. Alto grado especulativo. Dudas en el L/P.
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+	C	CCC	C	Riesgo sustancial.
Ca		CCC				Calidad muy pobre. Posibilidades altas de impago.
C		CCC-				
		D	/	DDD	/	Situación de insolvencia. Bajas probabilidades de recobro.
				DD		
				D		

Elaboración propia. Verona, M. (2002).

## TIPOLOGÍA, REQUISITOS, CARACTERÍSTICAS.

### **Tipos de agencias de calificación crediticia**

Según el ámbito material de su actividad: agencias funcionales y plurifuncionales

Se dividen en dos grupos: aquellas agencias que ofrecen servicios complementarios a la calificación crediticia y las que se dedican en exclusiva a la calificación crediticia. A su vez, hay agencias de calificación crediticia dedicadas a la actividad de calificación crediticia general y las hay especializadas en calificar riesgos específicos de determinadas regiones o industrias.

A estos efectos, el Reglamento (CE) nº 1060/2009 establece unos requisitos operativos para garantizar la independencia y la inexistencia de conflictos de intereses en el seno de las agencias de calificación crediticia. Anexo I sección B. 4 “Las agencias de calificación crediticia no prestarán a la entidad calificada o a un tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado.

Las agencias de calificación crediticia podrán prestar otros servicios distintos de los de emisión de calificaciones crediticias “servicios auxiliares”. Éstos no forman parte de las actividades de calificación crediticia, e incluyen previsiones de mercado, estimaciones de la evolución económica, análisis de precios y otros análisis de datos generales, así como servicios de distribución conexos.

Las agencias de calificación crediticia velarán por que la prestación de servicios auxiliares no entre en conflicto de intereses con las actividades de calificación crediticia y divulgarán en los informes de calificación definitivos los servicios auxiliares prestados a la entidad calificada o terceros vinculados”.

Según el ámbito geográfico de su actividad y su tamaño

Se distinguen las tres grandes (Moody's Investors Service, Standard & Poor's, y Fitch Ratings) que actúan de forma global, con publicaciones, a menudo gratuitas, de sus calificaciones. Éstas suelen actuar mediante filiales situadas en diferentes regiones. Y las agencias locales que actúan en mercados regionales (Anexo I, Listado de agencias).

### **Tipos de calificaciones crediticias**

Según su objeto

Las calificaciones pueden atribuirse a emisores de instrumentos financieros privados o públicos, de carácter territorial o institucional. Mientras que en las calificaciones de emisores privados surgen conflictos de intereses que ponen en riesgo la independencia de las calificaciones, “sus ingresos provienen de los emisores a los que califican y que, sobre todo en las titulaciones, realizaban una tarea de asesoramiento y diseño de las emisiones” (CNMV, 2011). Así, en el caso de las calificaciones de emisores públicos, además del riesgo de independencia al pagar los servicios de calificación el emisor, hay que añadir el carácter supervisor de las instituciones públicas sobre las agencias de calificación crediticia, lo que les otorga una posición de poder.

Dentro de las calificaciones, éstas pueden ser de instrumentos financieros que son valores negociables y de otros tipos de instrumentos financieros. Entre los primeros, se puede distinguir entre calificaciones de renta o deuda fija, y de los valores de renta variable o acciones.

El Reglamento (CE) nº 1060/2009 distingue entre instrumentos financieros que define como “los instrumentos enumerados en el anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 Abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros” art. 3.1.k; e instrumentos de financiación estructurada que define como “un instrumento resultante de una operación o mecanismo de titulización” art.3.1.l. El art 4, punto 36 de la Directiva 2006/48/CE define titulización como “operación o mecanismo mediante los cuales el riesgo de crédito asociado a

una exposición o conjunto de exposiciones se divide en tramos y que presenta las siguientes características: los pagos de la operación o del mecanismo dependen del rendimiento de la exposición o conjunto de exposiciones; y la subordinación de los tramos determina la distribución de pérdidas durante el periodo de validez de la operación o del mecanismo”.

En los últimos años se ha evidenciado que los resultados obtenidos por las calificaciones de instrumentos financieros simples (obligaciones o bonos corporativos) y sus consecuencias, son menores que en el caso de instrumentos financieros estructurados, evidenciándose la gran repercusión de las calificaciones erróneas en este tipo de instrumentos y la situación económica actual. (Tapia, 2011).

La calificación de instrumentos de financiación estructurada debido a su complejidad tiene unos requisitos operativos que las agencias deben cumplir “Las agencias de calificación crediticia velarán por que los analistas de calificaciones o las personas que aprueban calificaciones no formulen propuestas o recomendaciones, ya sea formal o informalmente, en relación con la configuración de instrumentos de financiación estructurada con respecto a los cuales esté previsto que la agencia de calificación crediticia emita una calificación crediticia” Anexo I.B y su divulgación” art. 10.3 Reglamento (CE) nº1060/2009 “cuando una agencia de calificación crediticia califique instrumentos de financiación estructurada, velará por que las categorías de calificación que se atribuyan a los instrumentos de financiación estructurada estén claramente diferenciadas mediante un símbolo adicional que las distinga de las categorías utilizadas para cualquier otro tipo de entidades, instrumentos financieros u obligaciones financieras”.

#### Según sus efectos

Por los efectos de la calificación se diferencia entre aquellas que resultan obligatorias por ley y aquellas que son voluntarias o por pactos contractuales que son encargadas por los emisores de deuda variable o acciones.

Respecto a los emisores que están obligados a calificar sus emisiones, ya sea con contratos privados o por normas legales el Reglamento (CE) nº1060/2009 no establece expresamente que deban de ser sometidos a calificaciones, pero sí obliga en determinados instrumentos financieros que deben incluirlo en el folleto respectivo, como especifica el art. 4.1.

El Reglamento (CE) nº 1060/2009 en el art. 4 establece los inversores institucionales que sólo podrán utilizar calificaciones crediticias que estén calificados por aquellas agencias que están inscritas en el ECAI y con una determinada grado de calificación. De esta forma se les otorga a las agencias de calificación crediticia una gran relevancia al estar todas éstas instituciones obligadas a adquirir instrumentos financieros que estén calificados, y que hayan obtenido una determinada calificación para poder crear sus respectivas carteras de inversión.

#### Según las relaciones entre los emisores y las agencias de calificación crediticia.

Estas se pueden agrupar en dos, diferenciando entre las calificaciones solicitadas y no solicitadas, y las participadas y no participadas por el emisor.

Dentro del primer grupo, en el caso de calificaciones no solicitadas el Reglamento (CE) nº 1060/2009 art.10.5 establece: “cuando una agencia de calificación crediticia emita una calificación crediticia no solicitada, indicará en ella de forma destacada si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado”. A diferencia de la calificación solicitada en la que el emisor a evaluar tiene que prestar toda la información requerida, siendo ésta una calificación participada.

En el segundo grupo, nos encontramos con calificaciones que parten de un fondo inversión o de pensiones (inversor), o de la propia agencia de calificación crediticia. Existe un grave problema

respecto a este caso, ya que la falta de información a la hora de la evaluación es evidente y la calificación impuesta podría dañar la reputación del emisor.

### **Características de la calificación crediticia**

#### Actividad pública y privada

Las agencias de calificación crediticia son sociedades de carácter privado que actúan emitiendo opiniones sobre instrumentos financieros que pertenecen a una actividad pública en unos casos y en otros al sector privado. Calificando desde Estados y empresas estatales como sociedades de carácter privado.

“También puede ser calificada de múltiple la calificación crediticia si atendemos a los valores calificados porque, aun cuando dicha calificación crediticia se refiere principalmente a las obligaciones y otros valores análogos de renta fija, se va extendiendo, en sentido amplio, a todo tipo de valores e instrumentos financieros simples o estructurados” (Tapia, 2011, p. 7-8).

#### La calidad, vigencia e integridad de las calificaciones

En el código de la OICV se encuentran los principios más importantes que las agencias deben de tener en cuenta a la hora de realizar una calificación, siendo la calidad, la vigencia y la integridad las tres más importantes, junto con la transparencia y la oportunidad.

El código OICV destaca respecto a la vigencia de las opiniones emitidas por las agencias de calificación crediticia que éstas deberán ser seguidas y actualizadas, iniciando su revisión en cuanto se obtenga información relevante sobre ésta. En el caso de rating que se dejen de evaluar, deberán de informar de la fecha de su última actualización así como de los hechos que llevaron a tomar la decisión de parar el proceso de seguimiento.

En el proceso de elaboración de la calificación crediticia, las agencias deberán tener en cuenta las leyes de las diferentes jurisdicciones en las que actúen, así como mantener unos altos estándares de integridad tanto en los procesos como por parte de los analistas.

Las agencias no deben tener en cuenta los efectos colaterales de carácter económico o político que puedan ocasionar en los diferentes participantes de los mercados financieros. Por otra parte, aconseja que la determinación del rating debiera ser influenciada exclusivamente por factores relevantes.

En referencia a la calidad, cabe destacar que debería ser el objetivo principal que deberían buscar las agencias de calificación crediticia, ya que engloba a todos los anteriores, tal y como recoge el art. 1 del Reglamento (CE) nº 1060/2009.

### **Requisitos que deben cumplir**

#### Requisitos estructurales

Los requisitos de carácter estructural que deben de cumplir las agencias de calificación crediticia abarcan desde su estructura jurídica con domicilio, denominación, objeto social exclusivo o preferente, medidas de separación informativa interna, medidas de gobierno corporativo, medidas de organización, del trabajo que afectan a sus empleados y, en particular, a los analistas y los procedimientos de control interno, hasta su estructura técnica, exigiendo que cuenten con una infraestructura suficiente de medios materiales y humanos, una capacidad de análisis y una metodología adecuada.

#### Requisitos funcionales



También deben de cumplir una serie de requisitos estructurales como son sus aspectos jurídicos, tales como su independencia, la prevención y gestión eficiente de los conflictos de intereses, y su especialización en la actividad calificadora y separación de actividades accesorias; sus aspectos financieros, tales como su solvencia, la diversificación de sus fuentes de remuneración y el control de las vinculaciones financieras entre las agencias de calificación crediticia y los emisores calificados; y sus aspectos técnicos referidos a la diligencia profesional que les resulta exigible, una metodología de calificación consistente, la continuidad de las calificaciones, la transparencia de las propias agencias de calificación crediticia, de sus métodos y de sus calificaciones y la salvaguarda de la información confidencial.

### **Funciones de las agencias**

#### Calificación crediticia como opinión

El art. 3.1.a del Reglamento (CE) nº 1060/2009 define la calificación crediticia como “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”; y el art. 3.1.h define categoría de calificación como “un símbolo, como por ejemplo una letra o número, que puede ir acompañado de caracteres identificativos añadidos, utilizado en calificación crediticia para proporcionar una medida relativa del riesgo a fin de distinguir las diferentes características de riesgo de los tipos de entidades, emisores e instrumentos financieros u otros activos calificados”.

#### Calificación crediticia como proceso

Ésta se puede entender como un proceso de acopio y evaluación de información realizada por los analistas de las agencias de calificación crediticia, que establecen contacto con los emisores de los valores calificados a través de sus administradores y directivos –o de los funcionarios correspondientes, si se trata de calificar el riesgo de los valores emitidos por una entidad pública- y preparan un borrador de informe sobre el emisor o los valores, que someten a un consejo de calificación que, finalmente, asigna la calificación (Tapia, 2011). Esta calificación final suele venir precedida por la comunicación al emisor de la propuesta de calificación, pudiendo este emisor discrepar de y presentar al consejo de calificación nuevas informaciones o valoraciones significativas que muestren lo incorrecto de la misma. El proceso suele acabar con un comunicado de prensa sobre la calificación asignada. En todo caso, este proceso suele prolongarse mediante un seguimiento periódico de la calificación asignada, que incluye reuniones con los administradores y directivos del emisor calificado. El código de la OICV aconseja seguir un procedimiento análogo al descrito.

#### Calificación crediticia como relación jurídica

Ésta se presenta como una relación entre dos entidades que crea derechos y obligaciones recíprocas a cargo de cada una de ellas: Por una parte, la agencia de calificación crediticia, cuya obligación esencial consiste en realizar la calificación de forma diligente y conforme a la metodología que tenga establecida. El derecho esencial correlativo consiste en cobrar la remuneración pactada. Por otro lado, la entidad calificada, que se define por el art. 3.1.f del Reglamento (CE) nº 1060/2009 como “una persona jurídica cuya solvencia se califica, explícita o implícitamente, a través de la calificación crediticia, con independencia de que haya solicitado o no dicha calificación y de que haya facilitado información para la misma”. La obligación esencial de la entidad calificada consiste en pagar a la agencia de calificación crediticia la remuneración pactada, y su derecho correlativo consiste en recibir de la agencia de calificación crediticia su calificación o la del valor o instrumento financiero emitido.

## PAPEL DE LOS RATINGS EN LA SOCIEDAD

En la actualidad nos encontramos en una situación de dualismo respecto a las agencias de calificación crediticia con una confrontación frontal respecto a sus virtudes y defectos, y las repercusiones que éstas tienen dentro del mercado financiero actual, ya que su poder de influencia ha aumentado tanto que pueden afectar a todos los sectores de la sociedad.

Las calificaciones crediticias aportan valor e influyen en los mercados por tres vías diferentes: servicios informativos, servicios de certificación, los servicios de seguimiento de las calificaciones (Boot, Milbourn, y Schmeits 2006), y como se expondrá a continuación aportan una serie de factores positivos como la eliminación de asimetrías de información, la mejora de la calidad de los créditos. Pero también se han ido comprobando que existen una serie de conflictos de intereses que han reducido la calidad de las calificaciones crediticias siendo de especial importancia en su función certificadora.

El papel preponderante dentro de la regulación que les otorgó los acuerdos de Basilea II (2004) supone que los bancos tengan que depender de las agencias de calificación crediticia en lo que respecta a los requerimientos de capital de las calificaciones de activos que tengan en sus carteras. Esto se ha de sumar a la titulización (Anexo II, titulizaciones) de activos bancarios, factor de suma importancia en la crisis actual y en la que la influencia de las agencias de calificación crediticia respecto a su diseño y posterior calificación es prioritario.

Por eso, a la hora de intentar evaluar su aportación, se deberá tomar en cuenta tanto sus aportaciones positivas como negativas, así como la influencia que tiene sobre ellas el papel que las instituciones reguladoras y gobiernos les han otorgado con el paso de los años y la regulación que se les ha sido impuesta, de forma eficiente o ineficiente según el ámbito analizado.

### **Puntos a favor.**

La importancia de una calificación radica en su valor como elemento indicativo de primer orden para todos los individuos y entes que participan en los mercados financieros.

La expansión de los mercados de crédito siempre ha ido ligada con un incremento en la utilización de ratings. Esto se vio en primera instancia en los Estados Unidos donde siempre se tendió a formas de obtención de recursos financieros alternativos a la obtención de deuda de los bancos y crearon de forma temprana un mercado de bonos (Raimbourg, 1990).

Aporta una serie de ventajas imprescindibles a los diferentes usuarios del sistema, como exponen de forma teórica López (1996) y Verona (2002):

#### Ventajas para los inversores:

Los inversores reclaman unos niveles de información muy altos sobre los emisores de deuda con el fin de tener una visión lo más realista posible de la solvencia del prestatario, y así, poder acotar los niveles de riesgo que están dispuestos a aceptar y la remuneración que consideran acorde.

Aquí entran las agencias de calificación crediticia, realizando un papel imprescindible dentro de los mercados financieros ya que aportan al pequeño y mediano inversor una información muy valiosa que no podrían obtener mediante sus propios recursos debido al alto coste permitiendo su entrada dentro del mercado.

Les aportan una información actualizada sobre la posibilidad de devolución de la deuda, indagando en aspectos tanto cualitativos como cuantitativos por parte del emisor, expresada de forma fácil y comprensible, y que además de ser actualizada llevan una información adicional denominada "Outlook" en los casos que la probabilidad de cambio del rating sea igual o superior a un 33% en un plazo de dos años, así como sus porqués.

Permiten acceder a la información de diferentes emisiones y emisores, permitiendo realizar comparaciones más amplias al ser éstas homogéneas aunque estas comparaciones sean entre distintos países, diversificando la cartera de los posibles inversores.

La importancia de las calificaciones crediticias está íntimamente ligada a la credibilidad que se les aporte en el mercado financiero.

Es importante diferenciar dentro de este apartado entre los inversores de renta fija y los de renta variable, ya que los primeros suelen utilizar el rating como un factor adicional dentro de un análisis más amplio mientras que el inversor de renta variable se apoya más en ellos para conocer el nivel de solvencia de un emisor.

Como ha sido expuesto con anterioridad, las calificaciones crediticias gozan de una posición de privilegio en lo que se refiere a inversores institucionales ya que fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías aseguradoras dependen de ellos para la aceptación final de sus decisiones de inversión.

#### Ventajas para los emisores:

Para el emisor tiene una amplia cantidad de beneficios la calificación crediticia, partiendo siempre de la hipótesis de que éstas sean positivas, en caso contrario todos estos beneficios se podrán transformar en desventajas.

El primer aspecto sobre el que hacen incidencia las calificaciones crediticias respecto a los emisores es en el coste de financiación. Elimina incertidumbre a los inversores al proporcionarles información que les resulta creíble y veraz. De esta forma, aquellos emisores que obtengan mejores calificaciones tendrán mayor control sobre las condiciones de endeudamiento, ya que al reducirse la impresión de riesgo por parte del inversor, éste reducirá sus exigencias de rentabilidad rebajando los costes de financiación del emisor.

Como ya se comentó en el apartado de los inversores, se amplía la cantidad de inversores que están dispuestos a acudir a los mercados financieros al poder obtener información sobre los niveles de riesgo. Esto supone un gran beneficio para aquellos emisores que acuden por primera vez al mercado permitiéndoles mejorar su imagen a la vez que se dan a conocer.

Aumenta la flexibilidad dentro del mercado, resultando más fácil la distribución y colocación de las emisiones al reducirse las asimetrías de información y favoreciendo así, la inversión en mercados internacionales.

Otro aspecto a destacar, es el uso de calificaciones crediticias como referencias de contratos de financiación, exigiendo el mantenimiento de la calificación para la renovación de contratos de crédito o previendo que ese descenso de dicha calificación autorice al prestamista a resolver anticipadamente el contrato.

#### Ventajas para los intermediarios en el mercado de instrumentos financieros:

Los ratings van a resultar de gran valor para los intermediarios financieros, que los usarán como método de estudio y para comparar con sus propios análisis con el fin de delimitar las recomendaciones de inversión realizadas a sus clientes y acotar lo mejor posible sus inversiones.

Debido a la sencillez y rapidez para la valoración del riesgo sumado a los criterios homogéneos en su clasificación que consiguen mejorar la transparencia y comparación entre distintos mercados internacionales, facilitan la colocación de emisiones al estar los inversores más dispuestos a entrar en el mercado, al confiar en la independencia y calidad de las calificaciones de riesgo realizadas por las agencias de calificación crediticia.

Además, al poder aportar a los inversores información independiente y objetiva sobre las distintas emisiones se elimina la desconfianza del prestamista hacia el prestatario, facilitando la fijación de precios, y por ende la labor de los intermediarios.

Ventajas para los reguladores:

Estas autoridades encargadas de supervisar los mercados financieros, buscan como resultado un correcto funcionamiento de los mercados fomentando su calidad y la protección de los inversores. El sistema de ratings favorece estos dos aspectos al eliminar las asimetrías de información a la par que gozan de credibilidad por todos los integrantes del sistema.

Si bien hay que reseñar la peculiar situación de los reguladores, ya que estos bancos centrales, gobiernos de los diferentes países, y organismos específicos tales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pueden usar las calificaciones crediticias en una doble vertiente.

En primera instancia como reguladores, obligan a la calificación de distintas emisiones, o limitan la adquisición de ciertas emisiones a las instituciones financieras, exigen como requisito la calificación y obtención de una valoración mínima y limitan el riesgo adquirido por distintos sectores claves de la economía. Además les sirve de utilidad a la hora de evaluar la situación de solvencia de las propias instituciones financieras y bancos.

Y por otro lado, se da la contrariedad de que los propios reguladores son evaluados en su calidad de estados emisores de deuda. Los reguladores obtienen un beneficio directo de esta situación al encontrarse las agencias de calificación en una situación de inferioridad frente a éstos, debilitando su objetividad a la hora de emitir calificaciones crediticias a los estados.

### **Puntos en contra**

Al sumergirnos más profundamente dentro del mundo de las calificaciones crediticias empiezan a avistarse sus defectos. Algunos de ellos por su propia condición y otros debido a las deficiencias en su regulación o atribución de competencias erróneas o en exceso.

### **Límites de rating**

Función AAA.

Dentro de las tablas de ratings, la diferencia entre una calificación AAA y una AA es que la primera le es otorgada una menor probabilidad de fallido, no existen referencias absolutas ni distinción de niveles de calificación dependiendo de la emisión analizada a excepción del corto y largo plazo. Las demás conclusiones entorno a estas calificaciones deben de ser deducidas por aquellos usuarios de los ratings a través de las explicaciones que pueden acompañarlo.

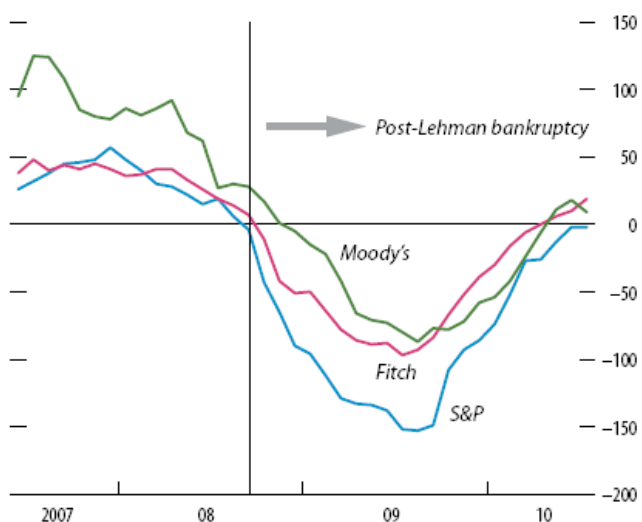
Las emisiones calificadas por debajo de BBB tienen mayor probabilidad de no cumplir con los pagos de la deuda y los intereses que aquellas con un rating superior. Pero esta distinción pierde mucha fiabilidad al comparar una AAA con una AA donde las diferencias no son tan apreciables ni están tan contrastadas. La regulación de Basilea II interpreta los niveles de calificación de forma absoluta en relación a su probabilidad de fallido otorgando una excesiva importancia a la calificación AAA sobre las demás, llevando a que las agencias fueran relajando sus criterios, fomentando la adquisición de riesgos para permitir mayor entrada de emisiones estructuradas dentro del mercado, ya que estas necesitan de una calificación AAA para poder operar en determinados mercados o ser descontado en el banco central, y por otro lado ha supuesto un problema para las emisiones ya que la pérdida de esta valoración AAA les supondría su expulsión de las carteras de inversión de distintos inversores institucionales.

Este nivel AAA tiene un gran valor dentro de la labor de certificación de las calificaciones crediticias.

Países

Las agencias de calificación crediticia están constantemente modificando sus metodologías para la elaboración de ratings. Como se ha contrastado en diversos análisis, las agencias de calificación tienden a evaluar con un exceso de confianza en las épocas de bonanza y ser excesivamente críticas en las épocas de crisis, dificultando la recuperación económica y afectando de sobremanera a la deuda soberana (gráfico 1). Si bien, los ratings de la reciente crisis en lo que concierne a la deuda de países no han sido tan duros como en la crisis asiática, dejan varios puntos que mejorar como son el tamaño del riesgo a evaluar y el análisis de la deuda en el corto plazo.

Gráfico 1.



Muestra la evolución de todas las calificaciones de deuda soberana, bajo este sistema de puntuación Outlook positivo/negativo (+1/-1), revisión para subir/bajar de grado (+2/-2), cambio de rating positivo/negativo (+3/-3).

Fuente: World Economic Outlook (2010).

La metodología de los ratings abarca diferentes ajustes a lo largo del tiempo para poder incluir la nueva información y ajustarla a los cambios del entorno económico. Estos ajustes tienden a ser pequeños, ya que las agencias de calificación crediticia tienden a ser cuidadosas. Sin embargo, cuando éstas son criticadas tras el fallo de sus calificaciones como ocurrió en la crisis asiática, la revisión y cambios que realizan sobre los métodos de evaluación de la deuda soberana son más estrictos. Las agencias están intentando mostrarse más transparentes en lo referente a los mecanismos de evaluación de la deuda soberana, pero sus métodos no son del todo mecánicos. Como con sus otras calificaciones crediticias, la deuda de los países es determinada por un comité que toma en cuenta toda la información presentada por los analistas para posteriormente emitir su veredicto sobre la deuda. Este comité es el que evalúa factores cualitativos como la situación política e institucional del país. Esto les permite adaptarse a otra serie de factores.

Los ratings emitidos se basan en una serie de factores económicos clave sumados a otros relacionados a su entorno como puede ser sus gobernantes, nivel de desarrollo, nivel de corrupción etc. Sin embargo, y a pesar de que gran parte de esta información es pública el análisis detrás de varios tests indican que los aspectos cualitativos en el momento de evaluación son tan importantes o más que los aspectos cuantitativos, sobre todo cuanto más a largo plazo sea el análisis. Del resultado de estos factores obtienen un indicador de la capacidad de devolución de la deuda de un país.

El número limitado de "defaults" de países obliga a la reevaluación de cualquier modelo empírico cuando se trata de determinar la solvencia de la deuda soberana. Otro factor que diferencia a la evaluación crediticia de los países por encima de otros instrumentos de rating es el concepto de "buena voluntad de pago". Esto refleja el potencial de riesgo de que incluso si un país tiene la

capacidad de hacer frente a sus deudas, no esté por la labor de pagarla si el coste social o político es excesivamente grande.

Las agencias de calificación crediticia usan información de carácter público como un elemento adicional. A veces les resulta difícil llevar a cabo la obtención de una información de calidad que añadir al análisis del riesgo.

La calidad de los ratings emitidos se vería beneficiado por una mayor transparencia de información por parte de los estados soberanos. Las diferentes iniciativas globales para la mejora de la transparencia en la información de los distintos países pueden posibilitar que las agencias de calificación crediticia realicen unas evaluaciones más exactas y ajustadas en tiempo que las actuales. (Estas iniciativas también ayudarán a encontrar una solución a los actuales fallos de información). Pero estas asimetrías de información no parecen suficientes para justificar la delegación de responsabilidad sobre el sistema financiero que se ha hecho en ellas, en referencia a su función certificadora impuesta por la regulación. Como se comprobó en la crisis asiática y en la actual crisis, los ratings entorpecen las decisiones del BCE y de la UE.

La parte general del análisis es similar y por tanto comparable entre todas las agencias de calificación crediticia, pero difiere en estilos diferentes en relación a como los factores individuales son clasificados y agrupados, y específicamente en como las distintas agencias de calificación presentan sus metodologías. Aunque la información general que tienen las agencias es similar clasifican los indicadores de forma diferente.

Existen muchos factores que pueden influir a la deuda soberana y a la economía de un país, las claves son cómo introducirlos en el análisis y la importancia que se les otorgue, para finalmente obtener la probabilidad de “default” de sus obligaciones de pago. Un estudio empírico de Cantor y Packer (1996) indica que un número pequeño y concreto de factores definen los indicadores finales de deuda soberana para Moody’s y Standard & Poor’s. De los ocho indicadores considerados dentro del análisis, seis de ellos influían significativamente dentro de la explicación del rating, sin embargo dos factores que deberían ser claves a priori como son los desequilibrios fiscales y la balanza de pagos, no.

Factores clave de la evaluación del riesgo soberano en las tres empresas principales del sector: Standard & Poor’s: riesgo político, estructura económica, previsiones de crecimiento económico, flexibilidad fiscal, niveles de deuda, riesgo contingente, liquidez, deuda externa; Moody’s: fortaleza económica, fuerza de las instituciones, fuerza financiera y del gobierno, sensibilidad al riesgo; Fitch: políticas macroeconómicas, niveles de cumplimiento, finanzas públicas, finanzas exteriores. (Fitch (2010), Moody’s (2008), y Standard & Poor’s (2008)).

Añadiendo un punto nuevo a los diferentes análisis realizados sobre las calificaciones crediticias de deuda soberana entorno al factor de la deuda externa Jaramillo (2010) añade la importancia de la deuda domestica. Esto supone que la mayoría de estudios sólo se centran en la deuda externa. Éstos estudios revelan que la deuda a corto plazo no era un factor determinante de las graduaciones de la deuda soberana, algo que contrasta con la importancia que se le otorga a la liquidez (Allen et al. 2002). A raíz de la crisis asiática la deuda en el corto plazo fue cobrando importancia, enfatizándose esta importancia a medida que los países se avanzaban en la actual crisis económica.

Lo que claramente demuestran diversos estudios es la diferencia de aciertos de riesgo de “default” de la deuda de los países sobre los horizontes planteados en el corto plazo, siendo en esta situación su nivel de acierto inferior.

Hay que tener en cuenta el mayor énfasis que se le otorga a la liquidez en la valoración de la deuda soberana tras la crisis asiática. Por lo que la importancia de la deuda en el corto plazo en épocas de crisis ha aumentado.

En lo que concierne a la Unión Europea los análisis son más complejos de realizar debido a las áreas de soberanía compartida, lo que dificulta la labor en épocas de crisis. A lo que hay que añadir que en la parte de seguimiento vinculan su evolución a la realización de reformas (de instituciones, de mercados, fiscalidad, pensiones etc.), influyendo sobre un tipo de opción política de forma implícita.

Entre las críticas que están recibiendo destacan que se utilice la misma tabla de asignación de calificaciones para diferentes productos financieros y la deuda de los países, reclamándose que fuera más amplia en el caso de la deuda soberana.

También es criticado la utilización de las calificaciones crediticias en la regulación, y sobre todo en lo concerniente a los países, teniendo en cuenta la asimetrías de información en distintos países, la evidencia que en períodos de crisis las agencias de calificación crediticia tienden a ser más severas con la valoración de la deuda soberana, alimentando la inestabilidad y dificultando la recuperación económica, desestabilizando de forma considerable a aquellos países que se encuentran en la escala de inversión y que su calificación es reevaluada a la baja, sobre aquellos que están en grado de especulación.

Hay que resaltar que desde los años noventa se viene criticando con dureza la falta de rapidez de cambios en las calificaciones crediticias, como reseñaron Larrain, Reisen y Von Maltzan (1997) sobre la crisis mexicana de 1994-95 “se produce la impresión de que las agencias de rating reaccionan a los acontecimientos antes que anticiparse a ellos”, y en 1997 con la crisis asiática ocurrió algo similar con las agencias de calificación crediticia reaccionando tarde a la situación y posteriormente devaluando las calificaciones en exceso, ya que éstas no verán mermada su reputación por exigir garantías excesivas llevando a incurrir en costes adicionales a los emisores.

#### El origen de sus honorarios.

Desde el mismo instante en que es el emisor el que paga por sus emisiones, se produce un conflicto de intereses, ya que no se realiza de forma adecuada para obtener la mayor calidad y objetividad de las calificaciones crediticias. En un sistema en el que el consumidor último de los ratings, el inversor, no paga por las calificaciones difícilmente se conseguirán unos objetivos de calidad y transparencia que contribuyan a la estabilidad del mercado financiero y a la correcta calificación de las emisiones. El modelo de negocio está diseñado de tal forma que solo cobren por la calificación en caso de que el emisor del producto financiero la utilice, lo que invita a dar la máxima puntuación posible. Además a esto, se ha de sumar que aquellas agencias de calificación con mayor reputación dentro del sector están en disposición de colocar unos precios mayores por las calificaciones, ya que los inversores consultarán aquellas agencias que les resulten más representativas.

Esto ha dado lugar al rating shopping, que consiste en que si el emisor no está conforme al rating que le otorgan, solicitará otro adicional, decidiéndose por aquel que le otorgue unos mayores beneficios finales.

Casi todas las calificaciones crediticias las pagan los emisores, los cuales suelen tener incentivos para realizar la práctica del “rating shopping” buscando obtener la mejor calificación posible. En teoría las agencias de calificación crediticia deberían tener intereses personales, bajo este sistema de “el emisor paga” en ofrecer calificaciones fiables para así mantener su reputación (Partnoy, 1999).

Una posible desregulación del sistema podría conseguir reducir ciertas situaciones como el “rating shopping”.

El origen de sus honorarios sumado a la permanencia excesiva de una agencia de calificación crediticia al servicio de un mismo cliente genera dudas sobre la calidad de las emisiones, existiendo la posibilidad que surjan conflictos de interés.

Algunas discusiones sobre un modelo en el que el inversor fuera el que pagara a través de suscripciones, pueden aumentar los conflictos de interés. A mediados de los años 70, con el auge de las calificaciones crediticias con su introducción dentro del sistema de regulación, el NRSRO cambió el sistema por el que los inversores pagaban por el actual en el que son los emisores los que pagan (Partnoy, 1999). Algunas compañías especializadas en sectores concretos como Egan Jones Rating Company, LACE Financial Co., y Realpoint, se basan en este sistema en el que paga el inversor a través de suscripciones). Al existir la posibilidad de que un inversor de gran tamaño (como podría ser famosos fondos de inversión) pueda tratar de influenciar a las agencias de calificación para emitir unas calificaciones inferiores a las reales con el fin de beneficiarse y conseguir mejores condiciones y obtener mayor rentabilidad; mientras que los organismos institucionales sólo pueden invertir en emisiones calificadas de alta calidad como parte de su regulación, éstas presionarán a las agencias a subir las calificaciones de ciertas emisiones. (Partnoy 2009). De esta forma no parece muy real volver al sistema en el que los inversores pagan. Y las modificaciones en la regulación reciente no están tomando este camino.

Bolton, Freixas y Shapiro (2009) proponen tres hipótesis para eliminar los conflictos de intereses surgidos de esta situación: En la primera hipótesis se establecería un pago por anticipado, que daría como resultado la eliminación de conflictos de interés pero seguiría permitiendo el rating shopping; En la segunda hipótesis se prohibiría el rating shopping obligando a revelar los ratings, lo cual beneficia a los pequeños inversores; La tercera hipótesis consistiría en que los inversores pagaran, pero es de difícil implantación. Estas tres proposiciones tienen como hándicap que no proporcionan incentivos a las agencias de calificación crediticia para reunir información y mejorar la calidad de sus ratings, incrementando el gasto en supervisión de las instituciones. Se debe también tener en cuenta que en este análisis no se tomó en cuenta como afectarían a las agencias en términos de coste reputacional.

#### Defectos estructurales y de regulación

##### Situación de Oligopolio y falta de competencia.

El incremento de los recursos de las calificaciones crediticias dentro de la regulación en los últimos años se ha combinado con los bajos niveles de competitividad dentro del sector. Esto acabó afectando al modelo de negocio de las agencias de calificación, llevando a una situación en la que las agencias de calificación tienen asegurado su cuota de mercado y carecen de incentivos para competir, afectando de sobremanera a la calidad de las calificaciones.

Las calificaciones crediticias benefician de sobremanera a los emisores, que ven como pueden reducir sus costes al colocar su deuda con mayor facilidad. Esta ventaja les lleva a asumir el pago de las calificaciones y la revelación de información.

Una de las mayores barreras al sector está en la gran importancia que tiene la reputación en este mercado. Debido a que la calidad de los ratings solo se puede verificar a posteriori, las agencias con mayor implantación se encuentran en una situación de ventaja sobre las nuevas agencias que quieran abrirse paso dentro del sector.

Vinculado a la reputación está el hecho que determinados intermediarios financieros o inversores institucionales estén obligados a limitar sus operaciones a aquellas que hayan sido calificadas por las agencias que estén dentro del sistema ECAI o NRSRO, para los cuales deben de gozar de una reputación remarcable dentro del sector.

Existe una clara falta de competencia al comprobar que el 95 por 100 de la cuota de mercado está controlado por las tres agencias de calificación crediticia más famosas Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings (Comisión Europea, 2011). Esto se debe a las barreras regulatorias para ser autorizadas o registradas y de los elevados costes de este tipo de empresas (con la imposibilidad de obtener economías de escala), ya que los inversores y por ende los emisores tienen muy en cuenta la reputación y esta solo se puede conseguir con el tiempo.



Estudios empíricos, sugieren que el aumento del número de agencias de calificación a pesar de los beneficios que traerían, podrían derivar en la posibilidad del descenso de la calidad de los ratings al aumentarlos de grado debido a la actividad del “rating shopping” a causa del aumento de la competencia, mientras que no incrementaría los niveles de información sobre las emisiones calificadas (Becker, Milbourn 2010).

Una práctica conocida dentro del sector es el denominado “notching”, por la que bajan las calificaciones a las financiaciones estructuradas o negarse a calificarlas con la finalidad de expulsar a otra agencia de calificación de un mercado determinado.

Una solución para resolver esta situación podría consistir en la rotación de las agencias de calificación crediticia, para evitar la relación continuada con la misma agencia, con el fin de eliminar los conflictos de intereses de intentar mantener a ese cliente. Sobre este tema existe una fuerte presión por parte de las tres grandes agencias para que no se lleve a cabo, en la Unión Europea existe la obligación de rotar a los analistas encargados de realizar la evaluación y su no implicación en labores de asesoramiento con plazos de entre los 4 y 7 años dependiendo de la labor realizada, pero no en lo referente a la agencia de calificación.

Exceso de protagonismo en la regulación, efecto certificador.

Nos encontramos con el evidente nivel de riesgo que los propios reguladores les han entregado a las agencias de calificación crediticia, al funcionar con un sistema en el que son imprescindibles y la situación de dependencia excesiva. Todo esto no ayuda ni a la calidad de los ratings, ni al aumento de su competencia dentro del sector.

El Joint Forum (2009) realizó una encuesta sobre el uso de las calificaciones crediticias en la regulación en bancos, compañías de seguros y reaseguros, y fondos de inversión donde los ratings se han extendido en la regulación y legislación para los bancos y compañías de seguros. Encontraron que las referencias a la utilización de las calificaciones crediticias están más extendidas en las regulaciones y legislaciones de Estados Unidos y de Canadá. Desde la introducción en 1975 del sistema NRSRO por parte del Securities Exchange Commission (SEC), su utilización se encuentra instaurada en las leyes. Desde 1997, el número de consultas en U.S.A. en la legislación llegó a más de 1000, mientras que había como 400 citaciones para fondos de pensiones y bancos (Partnoy, 1999). El Joint Forum encontró que el uso más común de las calificaciones crediticias estaba en sectores regulados. Hecho que sitúa a las calificaciones crediticias en una posición clave.

La dependencia regulatoria juega un papel decisivo en la situación actual de las agencias de calificación crediticia ya que su crecimiento en las últimas décadas se ha basado en este pilar.

Los inversores institucionales son los principales inversores en la mayoría de emisiones y están ligados a las calificaciones crediticias por la regulación. Esto ha beneficiado a las grandes agencias del sector reforzando su situación de poder. El acuerdo de Basilea II tuvo como consecuencia el aumento de la demanda de los ratings reduciendo con ello su calidad.

Este exceso de protagonismo lleva a una relajación y calificación errónea posterior que acaba conduciendo a situaciones de burbujas, caídas de precios en el denominado efecto acantilado y afectando de sobremanera a las emisiones de deuda de los estados encareciéndola de forma innecesaria en algunos casos.

En la reunión de 2009 del G-20 los líderes presentes acordaron revisar la regulación entorno a las agencias de calificación crediticia, basada en el “Code of conduct Fundamentals” (IOSCO 2008). La Securities Exchange Commission adoptó cambios en las normas de las agencias inscritas en el NRSRO en busca de aumentar los niveles de transparencia, reforzar la vigilancia, y reducir los conflictos de interés (Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act que entró como ley el 21 de Julio de 2010). Por otra parte la Unión Europea introdujo un órgano de supervisión en 2009 European Securities and Markets Authority (ESMA) tras comprobar que el sistema de buenas

conductas y autoregulación de las agencias de calificación no estaba dando los resultados que se esperaban. El ESMA está a cargo del registro y supervisión de las agencias de calificación. Australia y Japón formularon nuevas regulaciones entorno a las agencias de calificación en el año 2010 (Financial Instruments and Exchange Act Junio 2009 Japón).

Las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los fondos de pensiones de empleo, las sociedades de gestión e inversión, las gestoras de fondos de inversión alternativos y las entidades de contrapartida central, dependen claramente en exceso de las calificaciones crediticias debido a la regulación.

Esto no contribuye a la mejora de la calidad de las calificaciones, produciéndose una relajación por parte de las agencias de calificación crediticia al reducirse la posibilidad de pérdida de reputación ante calificaciones realizadas de forma inexacta. De esta forma se pierde el sentido último que tienen las calificaciones crediticias que es de otorgar estabilidad al sistema financiero.

Incluso con un desregulación del sistema, la importancia de los ratings no disminuiría excesivamente, dado su papel en los mercados financieros eliminando asimetrías de información, en particular para los pequeños inversores y los instrumentos financieros poco líquidos.

#### Calidad de las calificaciones y responsabilidad civil de las agencias.

La reputación se basa en la calificaciones crediticias realizadas en el pasado, como garantizan los estudios de insolvencia publicados por Standard & Poor's, pero los resultados de años anteriores no garantizan que se mantuviese la calidad de las calificaciones en el presente o el futuro.

Uno de los métodos a través del cual las agencias de calificación logran mantener la estabilidad de las calificaciones crediticias es a través del "through the cycle" (TTC) en vez del método "point in time" (PIT), por esa razón intentan evitar los cambios de ciclo. Las calificaciones crediticias normalmente están basadas en la capacidad de los emisores para resistir a los cambios del entorno económico. Una vez que es emitida la calificación, ésta se modifica sólo como respuesta a cambios de factores clave. Bajo este enfoque, una recesión o tensamiento del grado de liquidez en términos globales no debería, solamente por sí misma, desencadenar un descenso en las calificaciones. Las calificaciones realizadas bajo el método PIT se centran en las condiciones del emisor.

Actualmente las agencias de calificación crediticia han comenzado a desarrollar nuevos modelos que combinarían el método TTC con situaciones de crisis. Por ejemplo, S&P (2010) estableció un nuevo criterio de estabilidad usando nuevas hipótesis de estrés como también benchmarks (índices de mercado a batir) para calibrar sus criterios a través de variables como son el tiempo y los diferentes sectores.

En cualquier caso, sin embargo, los inversores y los organismos supervisores deberán tener conocimiento que el método TTC de evaluación debería ser interpretado con cuidado para situaciones en el corto plazo frente a la metodología PIT.

Como se ha ido observando a partir de diversos casos como Enron, IMG y en la implicación que tienen las agencias de calificación crediticia en la actual crisis iniciada en 2007, sus errores son debidos al descenso de la calidad de sus ratings, al evaluar de forma incorrecta las emisiones e incentivando a los inversores a adquirir riesgos excesivos, como es el caso de los instrumentos estructurados. Esto se debe a la pérdida de competitividad dentro del sector desde que las instituciones les otorgaran su labor certificadora dentro del sistema, junto con la perpetua situación oligopolística.

Dentro de esta situación de descenso de la calidad de los ratings, se ha dado una situación de estafa encubierta, ya que el principal objetivo de las agencias de calificación dentro del sistema financiero es evaluar correctamente las emisiones con el fin de que sean más fáciles de colocar y que aquellos emisores que puedan ofrecer un menor riesgo de fallo en el momento del pago de la

deuda puedan obtener unas condiciones más favorables en el momento de establecer los intereses a entregar a los inversores. Pero en la actual crisis financiera les colocaron emisiones de carácter especulativo calificadas como de inversión con unos intereses bajos.

Están surgiendo diversas opiniones sobre la desregulación del sector (tras los datos emitidos por la Comisión Europea y el ESMA sobre que el sistema de registro no ha mejorado la calidad ni ha cambiado la situación de oligopolio) y su posible efecto positivo sobre la calidad y el aumento de la competencia, ya que al no tener asegurado la obtención de beneficios dependerían de la buena calidad de sus ratings para mantenerse dentro del sector.

Los ratings tienen el poder de encarecer la colocación de deuda tanto pública como privada, pero también puede impedir su colocación o expulsar del mercado financiero a ciertos emisores privados. A esto se le debe de sumar el protagonismo de las agencias de calificación en el asunto de las hipotecas subprime calificándolas de forma incorrecta al estimar un menor riesgo del que en realidad tenían y por no reaccionar a los primeros signos de insolvencia dentro de este tipo de financiación estructurada.

A pesar de su repercusión dentro del sistema financiero, éstas carecen de responsabilidad civil que les obligue a dar cuentas sobre sus calificaciones incorrectas. Esto las coloca en una situación de control o de influencia sobre todos los estamentos y participantes del sistema financiero y también les permite rebajar la calidad de sus evaluaciones sin ningún temor. Esto se debe a cómo están registradas las agencias de calificación (como agencias de información periódicos) y que sus calificaciones son meramente opiniones del riesgo de una emisión, que no establecen acontecimientos futuros, “ni recomendaciones para comprar o vender ni se pronuncian sobre la adecuación del precio de mercado, la adecuación de un valor para un inversor particular, o la exoneración fiscal de los pagos derivados de cualquier valor” (apartados 4.3 y 4.6 de Fitch Ratings 2009) y por eso no responderán a las posibles reclamaciones que reciban.

Las agencias de calificación han dejado claro que la estabilidad de los ratings es uno de sus objetivos. En particular, ellos tienen el objetivo de asegurarse que los ratings más altos sean más estables que aquellos con unas calificaciones más bajas (S&P 2010).

El criterio de estabilidad está marcado por la aversión a los costes relacionados con las transacciones potenciales provocadas por cambios constantes en los ratings (Cantor y Mann, 2007).

El problema radica en las grandes repercusiones que tiene sobre la economía mundial la incorrecta valoración de activos por parte de las agencias de rating. Una situación de tal poder no debería encontrarse con total impunidad ante la realización de una labor clave en el sistema actual.

#### Falta de transparencia de las agencias de calificación.

Las calificaciones crediticias deberían estar bajo los mismos controles a los que están sometidos las instituciones internacionales que los usan. Finalmente, las agencias de calificación deberían ser más transparentes sobre sus metodologías para la evaluación del riesgo.

Se han detectado carencias de transparencia en lo que concierne a las metodologías a seguir por las agencias de rating. Esto es realmente preocupante sobre todo en relación a la información disponible por parte de las agencias en el momento de emitir sus calificaciones, ya que esta información puede resultar insuficiente o se ha llevado con unos métodos incorrectos, incluso los cambios de metodologías constantes que realizan no están claramente expuestos.

La regulación no está consiguiendo obtener resultados positivos sobre la mejora de la calidad de las agencias de calificación crediticia. La insuficiente objetividad y transparencia relacionada a la evaluación del riesgo de las emisiones puede ser uno de los factores clave para responder al descenso de la calidad de los ratings sumado su efecto desestabilizador de la economía.

Al analizar la falta de transparencia de los ratings, la Comisión Europea ha hecho hincapié en la importancia de este factor debido a los constantes remodelaciones de los criterios de evaluación seguidos por las agencias de rating y parte de la subjetividad que hay en ellos, así como el cierto grado de oscurantismo entorno a los instrumentos estructurados, y los presupuestos en los que se basan las metodologías de calificación.

Esta falta de transparencia hace imposible rebatir los ratings en un primer momento debido a que se desconocen las hipótesis llevadas a cabo por las agencias y si son correctas para los posibles escenarios propuestos.

Aumentar la transparencia facilitaría la identificación de errores, lo que conllevaría a su corrección posterior. Con el consecuente castigo a su reputación si se contrastaran faltas lo que sumado a un aumento de la competencia podría conducir a la mejora de las calificaciones crediticias.

### **Crisis de las hipotecas subprime.**

Durante todo el siglo XX los mercados confiaron en las agencias de calificación crediticia, que tenían una reputación envidiable dentro del sistema financiero. Pero es a comienzos del siglo actual cuando se han empezado a destapar las carencias de éstas y ciertos sectores del entramado financiero.

La lentitud de las agencias para evaluar el riesgo de crédito (Anexo II, tipos de riesgo) y calificar adecuadamente y con suficiente antelación las quiebras de empresas como Enron y Parmalat empezó a generar cuestiones entorno a los conflicto de intereses que podrían afectar a las calificaciones crediticias, como podría ser el grado de independencia respecto a los emisores. Si bien es cierto que al estar manipulada la información contable de estas empresas, y al ser éste uno de los factores clave para la elaboración de calificaciones crediticias se puede entender la falta de reacción de las agencias.

La tormenta definitiva se desató en el segundo semestre del año 2007 con la crisis de las hipotecas subprime, situando a las agencias de calificación en el punto de mira de muchas de las críticas que empezaron a surgir, centrándose la mayoría de ellas en el descenso de la calidad de sus evaluaciones, dando como resultado un excesivo optimismo al establecer grados excesivamente altos a distintos productos de financiación estructurada (Anexo IV, financiación estructurada) ya que como reveló un estudio de Sy (2009) el uso de las calificaciones con fines regulatorios provocó que parte de los inversores basaran su inversión en productos complejos, como son las titulizaciones, y no realizaran sus propios análisis depositando toda su confianza en las evaluaciones realizadas por las agencias de calificación. A estos dos factores (exceso de regulación y excesiva confianza en los ratings debido a la gran complejidad de los productos) hay que añadir los conflictos de intereses que surgen entre las agencias y los emisores (Bolton, Freixas y Shapiro, 2009).

La calificación de productos estructurados no tiene mucha historia ya que se empezaron a emitir en 1993 con una serie de productos que no eran excesivamente complejos, pero fueron desarrollándose a lo largo de los noventa hasta su gran auge a comienzos del presente siglo en el que se concedieron diversas hipotecas y créditos sin tener en cuenta el riesgo de impago, apoyándose en la idea de que el ciclo económico expansivo se mantendría en el tiempo y que el precio de los inmuebles seguiría subiendo. Posteriormente se estructuraban, titulizaban y se empaquetaban una y otra vez, siendo su evaluación extremadamente compleja.

La falta de incentivos para que las metodologías evolucionaran a medida que los productos de financiación estructurada se volvían más complejos, la falta de una correcta monitorización de los datos de riesgo a medida que se traspasaba a terceros en el mercado de la titulización, y los conflictos de intereses resultantes del alto porcentaje de ingresos que les supone la calificación de productos estructurados, acabó repercutiendo en el descenso de la calidad de las calificaciones dejando totalmente desprotegidos a los inversores.

Otro aspecto que agudizó la situación fue la proliferación de productos estructurados sofisticados como los Colateralized Debt Obligation (CDO). A diferencia de las hipotecas subprime, además de hipotecas se añaden otros activos como elemento inicial para posteriormente emitir bonos con diferentes calificaciones. Siendo los grados más altos (AAA- Aaa y AA-Aa) adquiridos por inversores institucionales mientras que los tramos inferiores fueron adquiridos por hedge funds o manteniéndose en la inversión de cartera de los propios bancos. Muchos de ellos adquirieron bonos de titulización e índices de Credit Default Swaps (CDS, permuta financiera del riesgo de impago) con el objetivo de evitar el riesgo de impago, pero las entidades aseguradoras emisoras de CDS quebraron lo que supuso que los CDO no pudieran ser pagados en su totalidad haciendo temblar toda la economía mundial y en concreto al sistema americano.

#### El impago de la deuda

El punto clave de la financiación estructurada radica en que el emisor pague o no sus intereses y el principal de la deuda en las fechas acordadas (riesgo de crédito). “La posibilidad de que una deuda sufra impago por parte de su emisor (a lo cual obviamente hace referencia el rating) tiene que ser, por su propia naturaleza, diferente de la posibilidad de que sufra impago una financiación estructurada” (Córdoba, 2011) a lo que hay que diferenciar entre el impago de intereses o del principal de la deuda.

Desde su realización el producto estructurado sufre una evolución, ya que entidades que no pagaban sus intereses pueden volver a pagarlos, o que pidan la condonación de una parte de la deuda. Aquí entraría el servicio de monitorización de las agencias de calificación que durante la actual crisis sobrevaloró la calidad de los activos.

En el siguiente cuadro se puede observar la evolución de los productos de financiación estructurada para la agencia Moody’s en el periodo que abarca desde 1993 al 2009.

IMPAGOS DE PRINCIPAL E INTERÉS POR AÑO EN EL QUE SE PRODUCE EL IMPAGO			
AÑO DEL IMPAGO	IMPAGOS DE PRINCIPAL	IMPAGOS DE INTERÉS	TOTAL IMPAGOS
1994	3	0	3
1995	1	0	1
1996	17	0	17
1997	37	0	37
1998	25	0	35
1999	52	2	54
2000	50	0	50
2001	101	2	103
2002	270	3	273
2003	1995	15	210
2004	231	4	235
2005	89	1	90

2006	104	3	107
2007	2134	13	2147
2008	12634	92	12726
2009	13153	896	14049

Elaboración propia; Fuente: Córdoba; Moody's Investors Service 2010.

Se observa de forma clara cómo el incremento de los impagos de financiación estructurada es a partir del año 2007 con el estallido de la crisis de las hipotecas subprime. También es destacable el hecho de que la mayoría de los impagos recaen sobre el principal, lo que indica que cuando los emisores tienen problemas, anuncian el impago simultáneo del principal y los intereses.

Del estudio realizado por Córdoba (2011) a partir de datos de Moody's se extrae la conclusión de que la mayoría de los impagos producidos corresponden a los tres años anteriores a la crisis, coincidiendo con el mayor apogeo de este tipo de productos en la que las denominadas hipotecas basura concedidas en medio de la burbuja inmobiliaria estadounidense formaron la piedra angular de la crisis subprime.

En relación a las calificaciones crediticias y su ratio de acierto en el período desde 1993 a 2009 llama la atención que mientras el porcentaje de no acierto de las calificaciones Aaa es bajo, el grado siguiente Aa y A supera el 30 por 100, lo cual es elevado, estando más cerca del Baa y el Ba con ratios entorno al 45 por 100 que del grado Aaa.

La mayoría de estos productos de financiación estructurada basados en hipotecas de dudosa calidad fueron originadas como grado de inversión, lo que incitó a los inversores a su adquisición. Es destacable el número de operaciones que sufrieron varios notchs (descensos en los grados de calificación) alimentando la inestabilidad y evidenciando que se había asumido un riesgo excesivo en el sistema y una falta de evolución en las metodologías de clasificación de estos productos.

En Europa la evidencia de fallidos es más escasa en relación a Estados Unidos desde el comienzo de la crisis, esto se debe en parte a las diferencias entre el sistema hipotecario estadounidense y el europeo y la falta de personal especializado en este tipo de productos en varios de los bancos europeos.

El siguiente cuadro muestra los fallidos acumulados de productos estructurados desde el inicio de la crisis calificados por Standard & Poor's (la información se refiere a importes, no a operaciones).

FINANCIACION ESTRUCTURADA FALLIDOS ACUMULADOS EN EUROPA 7/2007 A 9/2011		
TIPO DE INSTRUMENTO	SALDO EN 7/2007 M.M. EUROS	FALLIDO PORCENTAJE
COVERED BONDS	901,4	0
RMBS	753,6	0,1
ABS	265,3	0,2
CORPORATES	78,3	0,2
CMBS	165	3,2
ESTRUCTURADOS (CDO, CLO, sinteticos)	430,4	3,8

TOTAL CONSUMIDORES	1757,1	0,4
TOTAL EMPRESAS	836,8	2,6
TOTAL EUROPA	2593,9	0,9
TOTAL E.E.U.U.	5805,6	10,5

Elaboración propia. Fuente: Trujillo (2011), S&P, Global Credit Portal, Ratings Direct, (2011).

El dato más destacable es la diferencia entre el saldo total en Europa y Estados Unidos. En lo relacionado al total de consumidores (préstamos a las familias) que abarca covered bonds hipotecarios, RMBS y parte de los ABS, el fallido acumulado desde el comienzo de la crisis hasta Noviembre de 2011 es de 0,4 por 100, y en el caso del total de préstamos a empresas la cifra aumenta hasta un 2,6 debido a los CDO y las CMBS. Si se comparan estos datos con las rebajas de calificaciones que han afectado al 23 por 100 y al 43 por 100 de los saldos, la percepción de baja calidad de los productos de financiación estructurada no se corresponde con los datos de fallido en el contexto europeo.

La falta por la que se acusa a las agencias de calificación crediticia en relación a la crisis subprime radica en que no supieron detectar el problema que existía en el mercado estadounidense en relación a los datos de crecimiento anómalos y el crecimiento del endeudamiento. Todo esto sumado a datos macroeconómicos debería haber ayudado quizás, no a detectar el cambio de ciclo, pero sí para haber emitido calificaciones más conservadoras y no alentar su proliferación desmedida.

Esto se sumó al exceso de confianza en las agencias de calificación por parte de los inversores, que deberían haber sido más precavidos y haber estudiado mejor las decisiones de inversión en este tipo de productos tan complejos que además del riesgo de crédito incluyen el riesgo de liquidez y al excesivo uso de la regulación financiera en relación a las calificaciones crediticias, dando como resultado un claro conflicto de intereses al depender gran parte de los ingresos de las agencias de este tipo de calificaciones y que gran parte de las emisoras buscaban obtener calificaciones altas para obtener ventajas del sistema regulatorio.

## REGULACIÓN EUROPEA Y POSIBLE AGENCIA ESTATAL EUROPEA.

A partir de la crisis en los ámbitos internacionales están surgiendo comentarios en relación a que no se han abordado de forma correcta las diferentes normas y legislaciones enfocadas a reducir las deficiencias de los procesos de calificación crediticia debido a la evolución de los mercados financieros, que ha destapado la utilización mecánica de las calificaciones crediticias tanto en la regulación como en la relación entre inversores y gestores de riesgo.

En la reunión del G20 en Londres se acordó revisar el régimen regulatorio de las agencias de calificación crediticia basado en el código de la IOSCO "Code of Conduct Fundamentals" (FSB, 2010) ya que localizaron incentivos a la existencia de conflictos de interés. Posteriormente en el mismo año la Comisión Europea presentó un documento de consulta pública (Comisión Europea, 2010) en el que se hacía hincapié en la crisis de deuda soberana y el uso de las calificaciones, la falta de competencia, la responsabilidad civil, y la posible problemática que entraña que los emisores paguen, con el objetivo de marcar unas pautas para futuras regulaciones. En el mes Noviembre de 2011 se elaboró la propuesta de Reglamento que marcó los objetivos generales a perseguir: reducir los riesgos para la estabilidad financiera; restaurar la confianza de los inversores; y la mejora de la calidad de las calificaciones (Parlamento Europeo y del Consejo 2011).

Un aspecto a tener en cuenta respecto a las agencias de calificación es la permeabilidad de las actuaciones de las agencias a las fronteras nacionales y supranacionales. De aquí se desprende la necesidad una respuesta global (FSB, 2010), y de esta forma se está plasmando en las normativas de la Unión Europea, Estados Unidos, y Japón, las cuales siguen como guión los principios identificados por el Financial Stability Board (FSB).

Las propuestas del Parlamento Europeo (2011):

-Modificaciones en relación con la utilización de las calificaciones crediticias. El nuevo artículo 5 *bis* que se inserta en el Reglamento impone a determinadas entidades la obligación de realizar su propia evaluación del riesgo de crédito y evitar recurrir de forma mecánica a las calificaciones externas. Este proceso deberá ser supervisado por las autoridades competentes. Otras modificaciones tienen por objetivo solucionar la problemática de la dependencia excesiva de los inversores en lo que respecta a las calificaciones de los instrumentos de financiación estructurada, aumentando la calidad de los ratings. Además la Comisión propone la modificación de la Directiva 2009/65/CE (36) y de la Directiva 2011/61/CE (37) del Parlamento Europeo y del Consejo, para evitar la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

Estos modelos internos provocarían un aumento de los costes de supervisión al tener que comprobarse su correcta utilización. Y se tiene que comprobar que estas entidades pueden realizar mejores calificaciones que las agencias. Para conseguir unos estándares de calidad altos sería necesaria una mayor transparencia por parte de los emisores y de las emisiones de deuda. Cuanto más sistematizada y estandarizada sea esta aportación de información menos dependencia de las calificaciones crediticias (Soriano, 2011, p. 111). Los costes de implementación de estos modelos internos podrían no ser asumibles por todas las entidades por lo que convendría no eliminar del todo las calificaciones crediticias hasta que se encuentre una solución para estas entidades de menor tamaño (Losada, 2011, p. 73).

-Modificaciones en relación con la independencia de las agencias de calificación. Estas están encaminadas en establecer normas de independencia estrictas para las agencias de calificación, con el objetivo de resolver conflictos de intereses que provoca el sistema del emisor paga como la situación en la que los grandes emisores pueden recibir calificaciones infladas por la alineación de los intereses del emisor y de la agencia (Saugar, 2011). Un ejemplo podría ser el artículo 6 bis que impide a todo socio o accionista de una agencia que posea participación de al menos el 5 por 100 poseer el 5 por 100 o más de otra agencia, salvo que permanezcan al mismo grupo. Enfocado al conflicto de intereses que suscita la estructura accionarial de las agencias de calificación.



La Comisión Europea descartó cambios en el modelo de retribución a un modelo en el que paga el inversor, el intermediario, o un modelo de utilidad pública.

-Modificaciones en la relación con la divulgación de información sobre los métodos de las agencias, las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia. Estas modificaciones alteran las normas relativas a la comunicación de los métodos de calificación reforzándolos, con el fin de promover metodologías de calificación más sólidas. También se refuerzan las obligaciones de información impuestas a las agencias de calificación.

Los cambios de estas modificaciones buscan una mejora de la estabilidad del mercado eliminando parte de la opacidad entorno a las metodologías de las agencias de calificación sobre todo en el caso de productos estructurados. Además deberán divulgar estas metodologías, modelos e hipótesis con orientaciones claras y comprensibles para todo tipo de activos.

-Modificaciones en relación con las calificaciones soberanas. Se refuerzan las normas específicas de las calificaciones de deuda soberana a través de la publicación de informes de transparencia, informes de investigación con las hipótesis seguidas o que acompañe a modificaciones de calificación, o también como el ejemplo de a continuación. Todas ellas buscan una mejora de la calidad. Como ejemplo el artículo 8, apartado 5 expone que las agencias de calificación deberán evaluar de forma más frecuente las calificaciones de soberana pasando a ser cada 6 meses, en lugar de cada 12 meses.

Son varios los efectos a corregir por estas modificaciones relacionadas con la falta de exhaustividad, objetividad y transparencia. Entre ellos se encuentra el encarecimiento de la financiación de los estados, el efecto contagio, y el impacto en otro tipo de instrumentos.

-Modificaciones en relación con la comparabilidad de las calificaciones crediticias y los honorarios recibidos por la prestación de servicios de calificación crediticia. Con una mejora de la comparabilidad de las calificaciones lo que se prevé que aporte es una mayor transparencia de los honorarios recibidos por la prestación de los servicios de calificación en busca de aumentar la competencia en el sector de las agencias de calificación y mejorar la calidad de las calificaciones.

Se busca eliminar la fuerte concentración que existe en el mercado de las calificaciones para aumentar las posibilidades de comparabilidad de calificaciones, a la vez que se espera un descenso en los precios de las calificaciones y un aumento de la calidad. Aunque este aumento de la competencia podría conseguir el efecto contrario al proliferar el rating shopping.

-Modificaciones en relación con la responsabilidad civil de las agencias de calificación. En el actual modelo en el que el emisor es el que paga los inversores no tienen una relación contractual con las agencias y por tanto no tienen posibilidad de reclamarles responsabilidades de carácter civil ante calificaciones mal realizadas. Esto se quiere cambiar como refleja el artículo 35 *bis* que se propone, en virtud del cual si una agencia comete una negligencia grave, el inversor podrá interponer un recurso siempre que la infracción haya influido en la calificación.

Como indica Saugar, (2011, p. 35) además de las infracciones administrativas a evaluar por el European Securities and Markets Authority (ESMA), puede existir responsabilidad penal si la conducta infractora pudiera subsumirse en un tipo penal en un estado miembro.

-La cuestión de la Agencia Europea de Calificación de Crédito

Entre las alternativas que la Comisión estudia está la posibilidad de crear una agencia de calificación crediticia europea independiente o una mayor implicación de entidades públicas independientes en la emisión de las calificaciones.

Finalmente la propuesta final de la Comisión no propone la creación de una agencia europea de calificación crediticia con fondos públicos, ya que a pesar de las ventajas que podría aportar al aumentar la diversidad de opiniones en este mercado y ofrecer una alternativa al modelo emisor paga, plantea otros problemas, como los conflictos de intereses y la credibilidad respecto a la deuda soberana.

En su lugar propone una serie de medidas que contienen una propuesta de rotación, que exige una rotación periódica para ampliar el mercado; la prohibición de adquirir a otras agencias durante un periodo de diez años a las grandes agencias de calificación; o la posibilidad de creación de un fondo de la Unión Europea con el objetivo de crear una red de pequeñas agencias de calificación que al compartir sus recursos podrían beneficiarse de economías de escala.

## CONCLUSIONES

Las agencias de calificación crediticia se han expandido a lo largo de los últimas décadas gracias a su aportación al problema de asimetrías de información que surgen en los mercados, acercando las posturas de inversores y emisores, ayudando a proporcionar mayor liquidez al sistema, e incrementando el número de participantes. Esto se ha de sumar a su función certificadora que les proporcione un aumento de su cuota de mercado y que se realizó pensando en una serie de efectos positivos que no se acabaron cumpliendo.

Sin embargo, en la última década se han evidenciado graves carencias en el funcionamiento de este sector con su papel en la burbuja de deuda, la crisis, y posterior calificación de las deudas soberana provocando los escenarios de inestabilidad actuales y ralentizando la recuperación económica.

Aparte del excesivo apoyo de la regulación en las calificaciones crediticias con su función certificadora, se pueden destacar como causas de la mala labor de las agencias de calificación y de la actual situación de inestabilidad los diversos conflictos de intereses: como la falta de incentivos para mejorar la calidad de las calificaciones; la falta de competencia en el sector; y la falta de transparencia, que surgen de su propia naturaleza. Estos factores se entrelazan unos con otros por lo que su regulación no es un fácil cometido.

El protagonismo desmedido que los inversores les dieron a las calificaciones, olvidándose de que la variable más importante era el riesgo y que las calificaciones crediticias por si solas no deberían ser motivo para la toma de decisiones de inversión sino que deberían ser comparadas con otro tipo de herramientas, fue otra variable importante.

Finalmente también es criticado que los emisores y las emisiones de deuda deberían proporcionar una mejor y más actualizada información con la que puedan trabajar las agencias de calificación.

Por lo tanto no solo las agencias son culpables de las malas calificaciones sino que también inversores, reguladores, y emisores, tienen parte de culpa de que no se haya evaluado correctamente los niveles de riesgo. Aunque esto no exculpa a las agencias de calificación crediticia de su ineficiencia en las últimas crisis.

En referencia al apartado de la crisis de las hipotecas subprime las agencias de calificación cometieron el error no solo de valorar erróneamente este tipo de productos y reaccionar tarde al cambio de ciclo económico dejándose llevar en la locura previa a la crisis, en la que, la variable de riesgo de crédito había pasado a un segundo plano. También es destacable el hecho de que ellas mismas ayudaron a diseñar unos productos excesivamente complejos de financiación estructurada, que después de su emisión inicial no eran monitorizados correctamente por falta de incentivos, o directamente no eran monitorizados.

Es destacable reseñar que a pesar del pensamiento generalizado de que todo el sector financiero está contaminado debido a las hipotecas basura la cantidad de fallidos en Europa es menor que en Estados Unidos, país en el que se originó y responsable claro al conceder un gran número de hipotecas a individuos que contaban con muchas posibilidades de no poder hacer frente al pago de esas hipotecas si el ciclo económico expansivo cambiaba.

Todos estos motivos han provocado la preocupación de las instituciones que han desarrollado diferentes propuestas con el fin de poder atajar estas deficiencias de las calificaciones crediticias.

Ya que dependiendo de su acierto a la hora de modificar y ampliar la regulación presente está la clave para la mejora de las calificaciones crediticias y la obtención de la ansiada estabilidad del mercado financiero.

ANEXO I, AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA GLOBALES.

Listado de agencias de calificación crediticia Octubre de 2011.

1. A.M. Best Company, Inc. Énfasis en el sector de las aseguradoras y reaseguradoras. US-NRSRO.	2. Augusto & Co. Ltd. Nigeria.
3. Ahbor Rating Uzbekistan.	4. Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Perú, socio de Fitch Ratings.
5. Bank Watch Ratings S.A. Ecuador, filial de Fitch Ratings.	6. BRC Investor Services, S.A. Colombia.
7. Capital Standards Rating (CSR). Kuwait.	8. Calificadora de Riesgo, PCA. Uruguay.
9. Capital Intelligence, Ltd. Chipre.	10. Caribbean Information & Credit Rating Services, Ltd. (CarisCRIS). Caribbean.
11. Central European Rating Agency (CERA). Fitch Rating Polonia.	12. Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. China, afiliado a Moody's Investors Services.
13. China Lianhe Credit Rating, Co, Ltd. China.	14. Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda. Chile, afiliado a Moody's Investors Services.
15. Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo. Perú.	16. CMC International, Ltd. Nigeria.
17. Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR). Portugal.	18. Credit Analysis & Research, Ltd (CARE). India.
19. "Credit-Rating":A Ukranian rating agency. Ucrania.	20. Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd (CRAB). Bangladesh.
21. Credit Rating Information and Services, Ltd (CRISL). Bangladesh.	22. CRISIL, Ltd. India, afiliado a Standard & Poor's.
23. Dagong Global Credit Rating Co, Ltd China.	24. Demotech, Inc. Énfasis en el sector de las aseguradoras y reaseguradoras.
25. Dominion Bond Rating Services (DBRS). Canadá, NRSRO.	26. Duff& Phelps de Colombia, S.A., S.C.V. Colombia, afiliado a Fitch Ratings.
27. Ecuability, S.A. Ecuador.	28. Egan-Jones Rating Company. US, NRSRO.
29. Emerging Credit Rating, Ltd (ECRL). Bangladesh.	30. Equilibrium Clasificadora de Riesgo Perú, afiliada a Moody's Investors Services.
31. European Rating Agency (ERA). UK.	32. Feller RAtE Clasificadora de Riesgo. Chile, afiliada a Standard & Poor's.
33. Fitch Ratings, Ltd. US/UK, NRSRO.	34. Global Credit Rating, Co. Suráfrica.
35. HR Ratings de México, S.A. de C.V. México.	36. Interfax Rating Agency (IRA). Rusia.
37. Investment Information and Credit Rating Agency. (ICRA). India.	38. Islamic International Rating Agency, B.S.C. (IIRA). Bahrain.

39. Istanbul International Rating Services, Inc. Turquía.	40. Japan Credit Rating Agency, Ltd (JCR). Japan, NRSRO.
41. JCR Avrasya Derecelendime A.S. JCR Eurasia Rating.	42. JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. Pakistan.
43. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.S. Turquía.	44. Korea Investors Service, Inc. (KIS). Korea, afiliado a Moody's Investors Service.
45. Korea Ratings Corporation Korea, afiliado a Fitch Ratings.	46. Kroll Bond rating Agency, Inc. US, NRSRO.
47. Lanka Rating Agency, Ltd. (LRA). Sri Lanka, subsidiaria de RAM.	48. Malasyan Rating Corporation Berhad (MARC). MALasya, afiliada a Fitch Ratings.
49. Mikuni & Co., Ltd. Japan.	50. Moody's Investors Service. US, NRSRO.
51. National Information & Credit Evaluation, Inc. (NICE). Korea.	52. ONICRA Credit Rating Agency of India, Ltd. India.
53. P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia. Indonesia.	54. P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia. Indonesia.
55. Pacific Credit Rating (PCR). Perú.	56. Pakistan Credit Rating Agency, Ltd (PACRA). Pakistan, afiliado a Fitch Ratings.
57. Phillipine Rating Services, Corp. (PhilRatings). Filipinas.	58. RAM Rating Services Berhad (RAM). Malasia, afiliado a Standard & Poor's.
59. Rapid Ratings International, Inc. Australia, Nueva Zelanda.	60. Rating and Investment Information, Inc. (R&I). Japón, NRSRO.
61. Realpoint, LLC. US, NRSRO.	62. RUS Rating. Rusia.
63. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S. Turquía.	64. Seoul Credit Rating & Information, Inc. Korea, afiliado a JCR.
65. Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. China.	66. Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. China.
67. Slovak Rating Agency (SRA). Área de los Balcanes.	68. SME Rating Agency of India Limited (SMERA). India.
69. Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. (SCRiesgo). Costa Rica.	70. SR Rating Prestação de Serviços Ltda. Brasil.
71. Standard and Poor's (S&P). US, NRSRO.	72. Taiwan Ratings, Corp, (TRC). Taiwan.
73. Thai Rating and Information Services Co., Ltd (TRIS). Tailandia.	74. TheStreet.com Ratings, Inc. US.
75. TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme. Turquía.	76. Veribanc, Inc. US.

## ANEXO II, TIPOS DE RIESGO.

### Riesgo financiero

El concepto de riesgo (González, 2006) se asocia a la incertidumbre respecto a la rentabilidad de las inversiones. El riesgo es un elemento básico para comprender el mercado financiero ya que el riesgo determina las demandas de rentabilidad, a mayor riesgo mayor rentabilidad exigida y viceversa. De esta forma la medición y gestión del riesgo es uno de los pilares del sistema financiero.

En función de su naturaleza se puede clasificar el riesgo en: riesgo de mercado, riesgo crédito, riesgo operacional y riesgo legal.

El riesgo de mercado entendido como la posibilidad de incurrir en pérdidas ante movimientos desfavorables de los precios de los activos en los mercados financieros. Tiene dos componentes, por un lado la variación que se produce en el valor de la cartera si tiene lugar una modificación en los factores de riesgo y por otro lado, la probabilidad de que se produzcan esas variaciones.

El riesgo de crédito de un activo es la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia del incumplimiento total o parcial de las obligaciones contraídas. El riesgo de crédito depende de la solvencia del emisor y de las garantías que incorpore el título.

El riesgo operacional como la posibilidad de incurrir en pérdidas directas o indirectas como consecuencia de procesos internos, personal o sistemas inadecuados o defectuosos, o como resultado de acontecimientos externos.

El riesgo legal proviene de las carencias legislativas debido a la continua innovación financiera, pero también a la falta de rigor al analizar las posibles limitaciones legales de actuación de las distintas contrapartidas.

### ANEXO III, TITULIZACIÓN

La titulización de activos se puede entender como la composición de una cartera de diversos activos de naturaleza similar bajo un mismo título, donde se transmite la propiedad legal de flujos de caja y/o riesgo de crédito del propietario inicial al comprador. Siendo un mecanismo básico para resolver las restricciones de liquidez y financiación que afrontan las entidades bancarias.

Investigaciones recientes evidencian que la titulización tiene un impacto negativo sobre la solidez financiera de los bancos y su predisposición a adoptar riesgos (Haensel y Krahn 2007) incitando a la adquisición de riesgos por parte de las entidades financieras. La regulación ha sido asociada como un factor que conduce a adoptar más riesgo en las titulizaciones. En concreto, las instituciones financieras pueden aumentar potencialmente sus ratios de capital titulizando préstamos y reduciendo de esa manera, sus necesidades de capital impuestas por los reguladores (Calem y Lacour-Little, 2003).

El punto clave de las titulizaciones es que el riesgo de crédito se transmite cuando el emisor vende el título al adquirente, de esta forma las entidades financieras logran reducir los riesgos fuera de balance transpasándolos. Al distinguirse dentro de la titulización entre el originador del crédito y el tenedor final del crédito, provoca que a los inversores les resulte difícil identificar el riesgo de impago del préstamo.

Las agencias de calificación han sido criticadas en referencia a las titulizaciones debido a que otorgaron calificaciones excesivamente altas, ya que estos títulos tenían un elevado riesgo y escaso valor.

#### ANEXO IV FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA.

La financiación estructurada (Griffits, 2011 y Córdoba, 2011) surge cuando una entidad en lugar de acudir a la emisión de bonos o a un préstamo bancario, toma la decisión de ofrecer a los inversores préstamos con diferentes características y distintas rentabilidades en función de las anteriores, originando un vehículo de propósito especial (SPV), de modo que ni los activos ni los ingresos derivados se integrarían en la masa de la quiebra del vendedor si estos se declarasen insolventes. Su característica principal es su carácter segregado, o la desvinculación, de la cartera de activos respecto del riesgo de crédito corporativo del propietario original.

La financiación estructurada permite elaborar productos de muy diversos tipos, ya que estos se pueden realizar con combinaciones de depósitos, títulos de renta fija, opciones, futuros, swaps (permutas financieras) y derivados de crédito. Entre las financiaciones estructuradas básicas se pueden agrupar en cuatro grandes sectores: Bonos hipotecarios sobre inmuebles residenciales (residential mortgage-backed securities, RMBS) los cuales consisten en valores emitidos con garantía de primeras hipotecas sobre activos inmobiliarios residenciales, hipotecas subprime (otorgadas a prestatarios con calificaciones B o C), préstamos para mejora de la vivienda habitual, préstamos de alta rentabilidad, líneas de crédito para la adquisición de vivienda propia, segundas hipotecas sobre inmuebles, segundas titulaciones sobre los activos anteriores y titulaciones de diferenciales netos de interés; Los bonos hipotecarios sobre inmuebles comerciales (comercial mortgage-backed securities, CMBS) formados por valores emitidos con garantía de hipotecas sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial en al menos un 70 por 100 del colateral; Los bonos de titulización de activos (asset-backed securities, ABS) que consisten en 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, etc. Los préstamos para adquisición de vivienda propia (Home equity loans, HEL) están excluidos como garantía de un ABS. Y las obligaciones de deuda colateralizadas (collateralized debt obligations, CDO) compuestos por obligaciones emitidas con garantías afectadas a las mismas. Incluye valores emitidos con garantía de hipotecas sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial con menos del 70 por 100 de colateral. Excluye bonos estructurados con garantía de productos derivados y valores que hayan sido objeto de una segunda estructuración realizada sobre una estructuración previa.

Y otras como: Asset-backed comercial paper (ABCP). Pagarés de empresa emitidos con garantía de activos; Covered Bonds. Bonos emitidos con cobertura.; Derivate product companies (DCP). Productos derivados emitidos por compañías; Insurance linked securities. Valores ligados a estructuras de seguro; Structured investment vehicle (SIV). Estructuras de inversión basadas en un determinado vehículo normalmente depósito o bono que sirve de subyacente.

Estos mecanismos ofrecen a los titulares de bonos protección frente a pérdidas en la cartera subyacente.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

Allen, M., Rosenberg, C., Keller, C., Setser, B., Roubini, N., 2002. "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis" *International Monetary Fund*.

Becker, B. y Milbourn, T., 2010. "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?". Disponible en <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/milbourn/beckermilbournapril2010.pdf> (consultado en Mayo 2012).

Boletín del inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores., 2010. "Agencias de calificación crediticia o agencias de rating" (5). Disponible en [www.boletindel inversorcnmv.es/ficha.php?menu\\_id=4&jera\\_id=56&page\\_id=56&cont\\_id=58](http://www.boletindel inversorcnmv.es/ficha.php?menu_id=4&jera_id=56&page_id=56&cont_id=58) (consultado en Abril 2012).

Bolton, P., Freixas, X. y Shapiro, J., 2009. "The Credit Ratings Game". Disponible en [www.ssrn.com/abstract=1428288](http://www.ssrn.com/abstract=1428288) (consultado en Mayo 2012)

Boot, A., Milbourn, T. y Schmeits, A., 2006. "Credit Ratings as Coordination Mechanism" *Review of Financial Studies*, 19 (1) pp. 81-118.

Calem, P.S. y Lacour-tille, M., 2003. "Risk based capital requirements for mortgage loans", *Journal of Banking and Finances*, (28) pp. 647-672.

Cantor, R. y Packer F., 1996. "Determinants and impact of Sovereign Credit Ratings" *FRBNY*, 2 (2), pp. 37-54.

Código de la OICV/IOSCO.

-2003. "Report on the activities of credit rating agencies", 153-21 II. A pp. 7

-2004. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies".

Comisión Europea.

-2010. "Public Consultation on Credit Ratings Agencies". Bruselas.

-2011. "Impact assessment". Cap. 3.2, pp. 7. Bruselas.

Córdoba Bueno, M., 2011. "Evaluación de las financiaciones estructuradas. *Evaluación del riesgo de estos productos por parte de las agencias*" *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp. 79-97.

Financial Stability Board.

-2010. "Overview of progress in the implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability" Report to G20 Leaders, pp. 11-13.

- 2010. "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings".

Fitch Ratings., 2010. "Sovereign Rating Methodology", disponible en [www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=547765](http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=547765) (consultado en Abril 2012).

González Méndez, V. M., 2006. "Nuevas alternativas para la inversión colectiva: Fondos cotizados y fondos de inversión libre". *Seminario en la Universidad de Oviedo*, Cap. 2, pp. 13-15.

Griffits, A. 2011. "Ratings de crédito", *Perspectivas del Sistema Financiero*, pp. 107.

Haensel, D. y Krahen, J.P., 2007. "Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market". Disponible en <http://ssrn.com/abstract=967430> (consultado en Mayo 2012).

Jaramillo, L., 2010. "Determinants of Investment Grade Status In Emerging Markets" *International Monetary Fund*.

- Joint Forum., 2009. "Stocktaking on the Use of Credit Ratings". [www.bis.org/publ/joint22.htm](http://www.bis.org/publ/joint22.htm)
- Larrain, G., Reisen, H. y Maltzan, J., 1997. "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Rating" Organization for International Cooperation and Development.
- López Pascual, J., 1996. "El rating y las agencias de calificación". Dykinson S.L.
- Losada López, R., 2011. "Regulación reciente de las agencias de rating" *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp.61-77.
- Moody's Investors Service.  
 -2008. "Sovereign Bond Ratings". [http://v3.moodys.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBV\\_109490](http://v3.moodys.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBV_109490)  
 -2011. "Annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the securities Exchange act 1934, fiscal year ended 2010". [www.moodys.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-11-47974](http://www.moodys.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-11-47974)
- Ontiveros, E. Berges, A. Manzano, D. y Valero, F.J., "Mercados Internacionales" Espasa. cap. 13.
- Parlamento Europeo y del Consejo.  
 -2006. Directiva "relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. Directiva 2006/48/CE".  
 - 2011. "Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifica el Reglamento n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia". Cap. 2, pp. 4-6.  
 - 2011. Propuesta de Reglamento "Por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia", pp. 8-13.
- Partnoy, F.  
 -1999. "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating agencies". Disponible en [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=167412](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=167412) (consultado en Mayo 2012).  
 - 2009. "Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An institutional Investor Perspective". *White paper*. Disponible en [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1430608](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608) (consultado Mayo 2012).
- Raimbourg, P., 1990 "Les agences de rating" pp. 13-31.
- Reglamentos (CE)  
 -n° 1060/2009. Parlamento Europeo y del Consejo, 16 de Septiembre de 2009. "sobre las agencias de calificación crediticia. Bruselas.  
 -n° 1092/2010. Parlamento Europeo y del Consejo, 24 de Noviembre de 2010. "relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Union Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico. Bruselas  
 -n° 1093/2010.Parlamento Europeo y del Consejo, 24 de Noviembre de 2010. "por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión. Bruselas  
 -n° 1094/2010. Parlamento Europeo y del Consejo, 24 de Noviembre de 2010. "por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión /Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión n° 716//2009/CE y se deroga la Decisión 2009//79/CE de la Comisión. Bruselas.  
 - n° 272/2012 de la Comisión de 7.2.2012, "por el que sompleta el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Bruselas.
- Saugar Álvarez, R., 2011. "El futuro de la regulación europea de las agencias de calificación crediticia" *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp. 27-38.

Soriano, J.P., 2011. "El papel de la calificación crediticia en los mercados de crédito". *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp. 109-113.

Standard & poor's.

-2008. "Sovereign Credit Ratings"

[www.investinginbondseurope.org/uploadedfiles/learn\\_about\\_bonds/what\\_you\\_should\\_know/market\\_and\\_economic\\_influences\\_on\\_your\\_bond\\_investments/sovereign%20credit%20ratings%20primer%20%20sp.pdf](http://www.investinginbondseurope.org/uploadedfiles/learn_about_bonds/what_you_should_know/market_and_economic_influences_on_your_bond_investments/sovereign%20credit%20ratings%20primer%20%20sp.pdf)

- 2012. "Calificaciones crediticias. Definiciones & preguntas frecuentes".

<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/es/la>

- 2012. "Acerca de S&P". [www.satandardandpoors.com/about-sp/main/es/](http://www.satandardandpoors.com/about-sp/main/es/).

Sy, Amadou N.R., 2009. "The systemic Regulation of credit rating agencies and rated markets" International Capital Markets Department, *International Monetary Found* nº9/129.

Tapia Hermida, A.J., 2011. "Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia", *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp.3-29.

Trujillo del Valle, José Antonio., 2011. "Los límites de rating" *Perspectivas del Sistema Financiero* (103), pp.41-52.

Verona Martel, M. C., 2002. "El rating como evaluación crediticia de las empresas". *Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*.

World Economic Outlook. 2010. "The uses and abuses of sovereign credit ratings" *International Monetary Fund*, pp.102.