

Alexis VEGAS EGEA

CONFLICTO DE INTERESES: AGENCIAS DE
RATING, REGULADORES, PAÍSES Y EMPRESAS

*Trabajo de Fin de Carrera
dirigido por
Alejandro GISBERT MIR*

Universitat Abat Oliba CEU
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES
Licenciatura en Administración y dirección de empresas

2013

*“Que no te confundan llamando experiencia
lo que solo es la repetición sistemática de los
mismos errores”*

MIGUEL ÁNGEL BAÑUELOS

Resumen

Las Agencias de calificación crediticia son una pieza fundamental en el engranaje del sistema financiero internacional. A raíz de la crisis financiera se detectan conflictos de interés entre estas y el resto de agentes económicos, generado por un cambio en el modelo de cobro. El documento explica como se ha generado este problema, la respuesta que ha tenido el mercado y las propias agencias de rating y expone también las nuevas propuestas regulatorias para corregirlo.

Resum

Les agències de qualificació de riscos son una peça fonamental en el engranatge del sistema financer internacional. Arreu de la crisi financera es detecten conflictes d'interès entre aquestes i la resta de agents econòmics, generat per un canvi en el model de cobro. El document explica com s'ha generat aquest problema, la resposta del mercat i de les pròpies agències de rating i exposa també les noves propostes regulatòries per a corregir-lo.

Abstract

Credit rating agencies are the main key in the international financial system gear. Following the financial crisis, competing alternatives have arisen between these agencies and the rest of operators, as a consequence of the change in the charging model. The file explains how has this problem been generated, how have the market and the rating agencies reacted and it also exposes the new regulatory proposals to fix it.

Palabras claves / Keywords

Agencias de rating – Calificación crediticia – Conflictos de interés – Emisión deuda – Propuestas de regulación – Fitch – Standard and Poors – Moody's.

Sumario

Introducción.....	9
1. Agentes económicos y sus reguladores.....	13
1.1. Actores principales.....	13
1.1.1. Agencias de rating.....	13
1.1.2. Reguladores.....	15
1.1.3. Empresas y países.....	15
1.2. Conflicto de intereses.....	17
1.2.1. Conflicto de intereses a nivel de los analistas.....	17
1.2.2. Conflicto de intereses entre agencias.....	18
1.2.3. Conflicto de reputación	20
1.2.4. Conflicto de intereses entre agencias y países.....	22
1.2.5. Conflicto de intereses entre agencias y empresas.....	25
1.2.6. Conflicto de intereses entre reguladores y agencias.....	29
2. Impacto económico de la crisis.....	33
2.1. Cambios en el sector bancario.....	39
2.1.1. La crisis financiera conforma la reforma de la regulación.....	40
2.1.2. Capital bancario.....	40
2.1.3. Cobertura del riesgo.....	40
2.1.4. Liquidez.....	41
2.1.5. Aspectos macroprudenciales.....	41
2.1.6. Impacto de los nuevos requerimientos.....	42
2.2. Cambios drásticos en las valoraciones de las agencias.....	47
2.3. ¿Tienen intereses las agencias de rating?	49
3. Reformas estructurales implementadas.....	52
3.1. La regulación del mercado.....	54
3.1.1. Estados Unidos de América.....	55
3.1.2. Unión Europea.....	58
3.2. Propuestas de regulación.....	61
Conclusiones.....	66
Bibliografía.....	70
Anexo.....	71

Introducción

Las agencias de rating o agencias de calificación de riesgos son empresas privadas que evalúan la calidad y el riesgo de la deuda emitida por las empresas, estados, agencias gubernamentales y organismos. Con este objetivo les asignan una puntuación, en forma de letra o número, que refleja su capacidad crediticia. En el mercado financiero actual, la incertidumbre o asimetría de información existente es tan grande que si no existieran este tipo de agencias los inversores exigirían un tipo de interés muy elevado por invertir en un instrumento de deuda (no sabrían si es solvente o no). Así pues, las agencias de calificación ayudan a los inversores a entender mejor los riesgos derivados de su inversión, rebajando la prima de riesgo exigida.

De esta forma, las agencias de rating tienen como objeto la calificación del riesgo crediticio de los emisores de valores y de las obligaciones financieras. La función primordial de estos organismos pasa por ayudar al inversor a tomar decisiones, nunca en influir y predestinar el futuro de un país o empresa. La calificación es solamente una predicción sobre la probabilidad de que una compañía quiebre.

Es bien sabido que durante los últimos años, agencias de calificación de riesgos como Standard & Poor's, Moody's, o Fitch, no han dejado de ocupar las portadas de los periódicos más importantes a nivel nacional e internacional. ¿Por qué? Al parecer, las agencias de rating se han convertido en la última década en una especie de Coliseo Romano. Dichas agencias, deciden en que países, empresas o gobiernos regionales se debe confiar, cuales generan incertidumbre en los mercados. Mantienen el pulgar hacia arriba u hacia abajo –¡Como en la antigua roma!- para decidir quién es solvente, y quién no.

Si echamos la vista atrás, allá por el 1962, Raymond Aron dijo; “Las relaciones internacionales son, primordialmente, relaciones entre estados”. Pues bien, nada más lejos de la realidad. Sabemos sobradamente que, desde hace muchos años, los estados han ido perdiendo fuerza a favor de multinacionales, organizaciones no gubernamentales u organizaciones internacionales. Hoy en día, son muchos quienes piensan que son las Agencias de Rating las que tienen un poder desmesurado, pues son capaces de hacer o deshacer gobiernos y de influenciar exageradamente según convengan sus intereses.

Durante los últimos meses incluso se les acusa de debilitar la democracia, al obligar prácticamente a substituir gobiernos elegidos democráticamente por otros técnicos, como pasara en Italia o Grecia. Sin embargo, todo se complica aún más cuando al

haber adquirido un poder enorme, nadie las controla. De este modo, se plantean preguntas como: ¿Quién valora y controla a las agencias de Rating? ¿Por qué siguen teniendo tanto poder si tuvieron una gran responsabilidad en que se desencadenara la crisis en 2008, al adjudicar a compañías como Lehman Brothers la mejor nota posible (AAA+) el mismo día de su quiebra? Por otra parte, se les acusa de ser juez y al tiempo, parte del juego, pues califican a sus propios clientes. Además, se les reprocha también haber especulado en contra del euro intentando favorecer al dólar, o incluso desear la muerte de la moneda europea degradando la nota de varios países en un momento en que el problema de la deuda parecía menos grave. ¿Tienen las agencias intereses políticos?.

Desde el inicio de la crisis económica, no hubo ninguna agencia de calificación que alertara de los problemas que venían. Han demostrado en numerosas ocasiones no saber predecir lo que ocurrirá, como en el caso de Enron, compañía dedicada al suministro de energías, que su calificación permanecía en niveles normales 4 días antes de caer en bancarrota.

La Comisión Europea, a raíz de la crisis económica de Grecia en 2010 dio un toque de atención a estas empresas al pedir "Que actúen con responsabilidad y con rigor, sobre todo en momentos tan sensibles y difíciles como los presentes". La Unión Europea quiere reglamentar el funcionamiento de las agencias para que estén bajo su supervisión y no descarta la creación de una agencia pública europea. El 29 de septiembre de 2010, el FMI acusó de contribuir "involuntariamente" a la inestabilidad financiera por los usos y abusos de las agencias de calificación de riesgo como Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

El profesor García Montalvo de la Universidad Pompeu Fabra aclara que "Si la agencia pone una calificación a tus activos que no te convence, puedes no pagar, así que les interesa poner la mejor calificación posible (AAA) porque si no el cliente podría irse". Y añade: "antes estas agencias tenían los incentivos correctos porque sus clientes eran los inversores y la agencia debía decirles la verdad. El problema [ahora] es que nadie sabe el modelo que utilizan para calcular la solvencia; cobran por hacerlo, pero no te dicen sus variables. Lo que sí sabemos, es que en los últimos diez años las agencias de rating han ido modificando sus modelos y estos siguen fallando".

A pesar de existir alrededor de unas 100 agencias de rating en el mundo, el mercado está controlado por tres grandes compañías estadounidenses, que obtienen casi el 90% del mercado. Dichas compañías son:

- Standard & Poor's - Estados Unidos
- Moody's - Estados Unidos
- Fitch - Fitch Ratings – Con sede en Londres y New York. Reclama tener carácter Europeo.

Además, otras tres agencias son las que se reparten casi la totalidad del resto del mercado. Estas son:

- Dagong Global Credit Rating - China
- Clasificadora de Riesgo Humphreys - Chile
- Clasificadora de Riesgo Feller-Rate – América Latina

A continuación, presento un artículo que yo mismo escribí el pasado 22 de Febrero del 2012 y que posteriormente fue publicado en LA VANGUARDIA. Muestra claramente las inquietudes que me despierta dicho tema:

El Poder de las Agencias

Supongamos que, en un instituto hay dos clases y debemos repartir a 50 alumnos en tales aulas. Realizamos una repartición fortuita creando dos grupos y al profesor de uno de los grupos le decimos que sus alumnos poseen una inteligencia superior a la media. Al del otro, por contra, le indicamos que sus alumnos son algo vagos –a sabiendas de que no es cierto, sino que todos son iguales-. ¿Serían capaces de pronosticar el resultado de dichos alumnos? ¿Creen realmente que influye la forma de tratarlos? ¿Les sorprendería si el grupo de los supuestamente “listos” obtiene resultados mucho más altos que los teóricamente “tontos”? Bien, es lo que conocemos como “efecto Pigmalión” –Término utilizado por Gabriel Ginebra, profesor de la Universidad Abat Oliba CEU, en el libro Gestión de Incompetentes- donde refleja claramente que cuando tratas a una persona (en este caso países o empresas) como superior, acaba teniendo notas superiores, mientras que los resultados inferiores son de aquellos que tratas como peores.

De esta forma, cada vez que Standard & Poor's, Moody's o Fitch publican valoraciones acerca de los bonos emitidos por empresas/países y si existe o no riesgo de impago, están condicionando el futuro de dichos bonos ya que fortalece la solvencia de estos si la nota adjudicada es positiva y la entierra aún más cuando la calificación recibida es mala respecto a su calidad crediticia. Además,

constantemente se critica su estrecha relación tanto con las empresas como con los países que califican, pues las malas lenguas aseguran que suben o bajan la nota según su propio interés.

¿Deberían establecer controles más estrictos sobre las publicaciones de las Agencias de Rating? ¿Debería Europa crear su propia Agencia para contrarrestar las opiniones de los “todopoderosos”? ¿Existe un oligopolio como afirma De Guindos?

Objetivos

Este documento nace de la necesidad de conocer con mayor detenimiento el conflicto de intereses existente en el sector de las agencias de calificación. En este trabajo final de carrera se presentan los tipos de conflictos que existen, como están regulados y los códigos internos de conducta de las agencias de rating.

La estructura económica mundial, y más concretamente la española, lleva años siendo atacada por un oligopolio de empresas privadas que se autofinancian con los pagos de sus clientes que, al mismo tiempo, son sus calificados según su riesgo crediticio. Se les acusa de estar influenciados, de tener intereses políticos y de corrupción entre otras muchas cosas. Este trabajo pretende poner sobre la mesa la función de este tipo de organizaciones, su influencia en el mundo empresarial, en las decisiones políticas y en el marco económico-financiero.

Los objetivos se resumen en tres pilares básicos:

- Conocer con mayor detenimiento la industria de calificación crediticia.
- Divulgar el sistema regulatorio actual y pasado en la industria del rating y el sistema financiero en general.
- Conocer los cambios que ha supuesto la crisis económica dentro del sector.

1. Agentes económicos y sus reguladores

Quienes más saben de historia económica aseguran que el control y las regulaciones que se ejercen sobre las agencias de rating son directamente proporcionales a la dificultad económica que presenta la zona en cuestión.

Las agencias de rating, tras un pasado silencioso, saltaron a la palestra a raíz de su incompetencia a la hora de predecir las dificultades en la económica asiática durante el 1997. Más tarde, su mala reputación aumentó con casos como Enron; compañía energética líder en Estados Unidos, Worldcom; importante empresa dedicada al mundo de las telecomunicaciones, o Parmalat; compañía italiana de lácteos y nutrición que consiguió dominar el mercado lácteo mundial. Dichas compañías entraron en bancarrota teniendo la mejor calificación crediticia posible.

En la actualidad, la crisis subprime deja en entredicho las actuaciones de las agencias de rating y cuestiona la objetividad de estas. Además, en los últimos meses se está llevando a cabo una profunda reflexión por su influencia en los mercados financieros.

A partir de aquí, partidarios y detractores de la regulación y supervisión de las agencias de rating entraron en escena. Los partidarios del sistema de autorregulación defendían que dichas agencias son lo suficientemente serias y con suficientes incentivos reputacionales como para realizar bien su trabajo. También argumentaban que regular a las agencias suponía aumentar aún más el poder de estas sobre los reguladores, lo que supondría una confianza excesiva de los inversores hacia las agencias de calificación.

En los apartados siguientes se analiza el sector de las agencias de rating así como quienes participan en ella, los fallos que han tenido, las regulaciones que se han producido y los conflictos de interés que existen.

1.1. Actores principales

1.1.1 *Agencias de Rating:* Las agencias de calificación o de rating, califican el riesgo crediticio de los emisores de valores y de sus obligaciones financieras. Son intermediarios de la información. De este modo ayudan a los inversores a adoptar sus decisiones. La calificación no debe ser interpretada como una recomendación de compra o venta de un valor. Es una

mera predicción sobre la probabilidad de que un emisor quiebre incumpliendo sus compromisos.

Algo común que suelen compartir la mayoría de las agencias es que sus accionistas son a su vez usuarios de las calificaciones que emiten dichas entidades. La mayoría de ellos forman parte de la industria financiera.

Se les acusa constantemente de formar coalición secreta entre las agencias de rating más importantes. De hecho, muchos de los gestores de Moody's y de la compañía McGraw Hill son propietarios de Standard & Poor's (McGraw Hill es la máxima accionista de S&P). A continuación se muestra un esquema, del año 2009, dónde demuestra que realmente S&P y Moody's comparten parte de su accionariado:

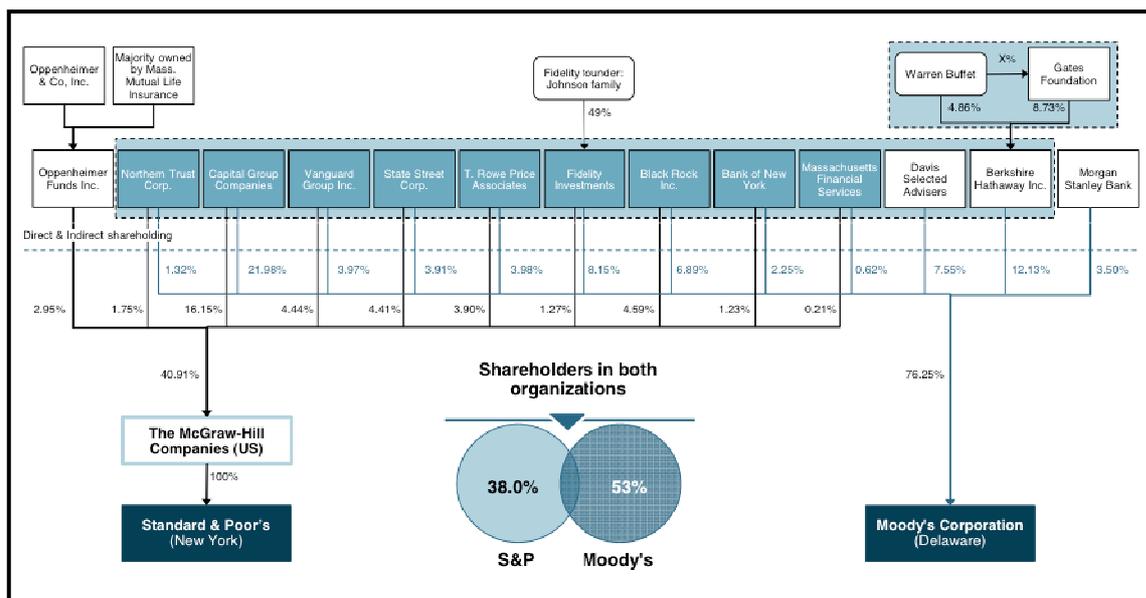


GRÁFICO 1. Fuente: Fondo Monetario Internacional

Las "Big Three" (llamadas popularmente) son:

- Moody's: Berkshire Hathaway (Grupo que lidera Warren Buffet) y The Capital Group concentran el 50% del accionariado. Otros accionistas son: Rowe Price (5,95%); Value Act (3,63%); Vanguard Group (3,36%). Bill Gates, presidente de Microsoft, es un miembro destacado de su consejo de administración
- Standard & Poor's: S&P no cotiza en bolsa (A diferencia de Moody's que si lo hace). Su máximo accionista es McGraw

Hill. A su vez, y ahí es donde empiezan a encontrarse coincidencias, comparte varios accionistas con su máximo competidor, como pueden ser State Street (4,34%); Vanguard Group (3,84%); BlackRock (3,84%) y T Rowe Price (3,32%).

- Fitch: Su capital se lo reparten la francesa Fimalac (50%) y The Hearst Corporation (50%). Esta agencia cotiza en la bolsa de París y reclama tener carácter europeo.

1.1.2 *Reguladores*: La Autoridad Europea de Mercados Financieros (ESMA) o la misma Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) son entidades que supervisan y regulan diferentes aspectos, exigiendo mayores controles y seriedad en cuanto a la calificación crediticia que deban realizar estas agencias calificadoras de riesgos.

Una de las últimas propuestas aceptadas por Bruselas es la de tener la potestad de prohibir en determinados momentos la publicación de valoraciones, para evitar ciertas susceptibilidades en los mercados.

1.1.3 *Empresas y Países*: Son aquellas entidades o Gobiernos que, como necesitan financiarse para hacer frente al día a día de su actividad, se convierten en emisores de deuda y productos financieros o activos que más adelante tendrán que devolver con intereses. Así pues, las agencias de crédito valoran si estas empresas o gobiernos tienen la capacidad de devolver la deuda acumulada o la velocidad a la que devuelven dicha deuda.

Por ejemplo, si una empresa emite pagarés o un gobierno emite bonos para poder conseguir cierta liquidez, pues supongamos que desean realizar nuevas inversiones, las agencias de rating valorarán la capacidad de dicha empresa o país para devolver el dinero una vez cumplido el producto financiero. A continuación se muestra un cuadro para saber qué tipo de valoración emite cada agencia (las tres grandes del sector) y que supone cada evaluación:

Tabla de equivalencia de Ratings			
Standard&Poor's	Moody's	Fitch	
Alta Solvencia/Investment Grade			
AAA	Aaa	AAA	
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	Calidad alta
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	Calidad media Alta
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	Calidad media baja
BBB-	Baa3	BBB-	
Ligeramente especulativo/Baja Solvencia			
BB+	Ba1	BB+	
BB	Ba2	BB	Calidad baja
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	Calidad baja
B-	B3	B-	Alto rendimiento
Especulativo/Riesgo Sustancial o en Impago			
CCC+			
CCC	Caa	CCC	Riesgo Sustancial
CCC-			
CC	Ca	CC	Elevado riesgo de impago. Altamente especulativos
C	C	C	
CI			
		DDD	
		DD	
D		D	

TABLA 1. Fuente: Standard and Poors.

1.2. Conflicto de intereses

1.2.1 Conflictos de interés a nivel de los analistas y directivos de las agencias

- Empleados que poseen productos financieros: Existe un conflicto cuando los empleados de las agencias de calificación poseen además, valores o instrumentos financieros de las compañías auditadas.
Así pues, se considera que podrían conceder una calificación crediticia inapropiada para favorecer las posiciones de negociación de dichos empleados. Incluso, se considera que existe igualmente conflicto cuando las personas que poseen dichos títulos no están directamente involucradas con el proceso de calificación. Es decir, un analista de crédito puede estar tentado a proporcionar una calificación excesivamente buena para que algún conocido se vea favorecido y las posesiones de este aumenten favorablemente.
- Existe un serio problema cuando los propios empleados de las agencias de calificación son además, administradores o directivos de las empresas calificadas. Normalmente cuando se da este caso, las calificaciones suelen ser exageradamente buenas hacia las entidades auditadas. Por ejemplo, Clifford Alexander, quien fuera presidente de Moody pero también consejero delegado de WorldCom, otorgó calificaciones muy favorables a esta segunda compañía. Años más tarde se demostró que no existía ningún tipo de veracidad en los informes y calificaciones emitidas.
- Conflictos de interés personal: Sucede cuando un empleado tiene una relación más allá de lo común con alguna empresa auditada. Por ejemplo, cuando a un empleado de alguna empresa de calificación (empleado de cierta importancia) se le facilita un crédito con condiciones por debajo del precio de mercado. De esta forma, el empleado puede estar tentado a mantener buenas valoraciones para la entidad que le ha ofrecido el crédito a muy buenas condiciones.
- Donaciones de las entidades calificadas: Este conflicto involucra a analistas de calificación crediticia que reciben regalos de las entidades calificadas cuyo valor está muy por encima de lo estrictamente moral. Así pues, pierden la imparcialidad en la calificación de las entidades o sus valores.

- Compensaciones a los analistas sobre la base de honorarios de calificación: En algunas agencias, se paga según calificación, es decir, las agencias de calificación que valoran menos positivamente a ciertas emisoras de deuda, dichas emisoras es probable que no utilicen las calificaciones de las agencias que las valoran “mal” y por lo tanto no les paga los honorarios de calificación. Así pues, las agencias de rating son incentivadas a emitir una calificación alta para que sus calificaciones sean seleccionadas y reciban un buen montante económico.

1.2.2 Conflictos de Intereses en las agencias de Calificación

Los conflictos de intereses que presentan las propias agencias de calificación son los conflictos que los reguladores tratan de eliminar, pues aseguran que son los causantes de la mala imagen y poca reputación del sector.

- Se produce un conflicto de intereses cuando una agencia de calificación evalúa una deuda que está financiada por un afiliado que está dedicado al negocio de suscripción de valores o instrumentos del mercado monetario.
- Otro conflicto se origina cuando las agencias de crédito ofrecen también a sus propios auditados, servicios complementarios tales como reestructuración de deuda, consultoría de gestión de riesgos o incluso línea de negocio de crédito. Así pues, se considera que podría emitirse una calificación altamente sospechosa para tener la garantía de que dicha compañía adquirirá alguno de los servicios complementarios que ofrece la agencia de rating.

Si nos basamos en la teoría, son muchos los reguladores que prohíben la participación de dichas agencias de rating en servicios de consultoría. En la realidad, los empleados y directivos de las agencias de calificación realizan dichos servicios auxiliares.

Los servicios auxiliares que ofrecen las agencias de calificación son en sí también una fuente de conflicto pues suele afectar directamente a los emisores: Los emisores pueden verse presionados a adquirir servicios complementarios de la agencia por temor a que de no hacerlo, podría afectar negativamente a su calificación crediticia (o a la inversa: con la expectativa

de que la compra de estos servicios pueden ayudar a su calificación de crédito).

- **Grandes suscriptores:** Se plantea un serio problema cuando las agencias que son financiadas a base de sus abonados, tienen grandes “abonados” que podrían condicionar ciertas calificaciones. Es decir, una empresa suscriptora de la agencia posee una gran cantidad de títulos de deuda de una determinada entidad. Pues bien, la agencia podría verse presionada para emitir una calificación inadecuada o retrasar las acciones apropiadas de calificación para beneficiar a sus clientes.
- **Calificación – Pago/No Pago:** Por lo general, la emisión de títulos de deuda suele ir acompañada de una calificación crediticia de las agencias de rating (de una o de varias). Los emisores suelen ir probando agencias hasta obtener la calificación más alta, y por supuesto pagar solo aquella que les ha dado una buena calificación. Al fin y al cabo, las compañías alegan que pagarán aquel informe que utilicen (el mejor para ellos).

A excepción de muy pocas agencias de calificación que no cobran por emisión y simplemente obtienen sus ingresos mediante compensación de sus clientes, todas las demás obtienen su mayor parte del montante mediante emisión de valoraciones.

El modelo existente actual supone un fuerte conflicto de intereses debido a que la agencia de calificación puede llegar a sentirse obligada a minimizar el riesgo de crédito a fin de mantener al cliente.

Además, este modelo crea un conflicto de intereses que hiera a los emisores (quizá el más grave y perjudicial): Las agencias de rating pueden emitir calificaciones no solicitadas para obligar a los emisores a pagar por dichas calificaciones. Un caso muy conocido es el de Jefferson County School, grupo empresarial que se dedica a gestionar escuelas y centros educativos. En 1993, Jefferson County decidió emitir nuevos bonos para aprovechar las tasas de interés más bajas. Decidió contratar a Standard & Poors y Fitch para la provisión de crédito en lugar de Moody's, quien el distrito escolar utilizó anteriormente. Los bonos se vendieron bien inicialmente hasta que Moody's publicó un artículo con "perspectiva negativa" (Es decir, con tendencia a empeorar la nota) en un servicio de

información de distribución electrónica enviada a los suscriptores y servicios de noticias. Varios compradores inmediatamente cancelaron sus órdenes, y el distrito escolar se vio obligado a cambiar el precio de los bonos y pagar una tarifa más alta. El distrito escolar demandó a Moody's, alegando que esta "perspectiva negativa" era coercitiva y aumentó el coste de la emisión de los bonos por valor de 800.000€. Moody's se defendió justificando que su evaluación de los bonos del distrito escolar era una opinión protegida por la Primera Enmienda.

Existe un peligro notable en la emisión de calificaciones no solicitadas. Standard & Poor tiene por costumbre asignar notas en emisiones de deuda pública que superen los 100 millones de dólares, con o sin petición, a fin de garantizar que el inversor recibe una información veraz y contrastada.

Varios informes han demostrado que las calificaciones no solicitadas son muy inferiores a las solicitadas.

1.2.3 La "Hipótesis de Reputación"

Las agencias de calificación sostienen que su mayor activo es su reputación, que luchan día a día para mantener una imagen de seriedad y responsabilidad. Sin embargo, son muchos los que las acusan de actuar única y exclusivamente para mantener el negocio de algunos emisores. Las agencias justifican que esto no es cierto pues eso les beneficiaría a corto plazo pero sería una ruina a largo plazo. Las agencias que mantienen su independencia y están empeñadas en construir una buena reputación, serán buscadas por los emisores a largo plazo pues serán las que ofrecerán mayores garantías para la reducción en los costos de endeudamiento de las compañías. Así pues, dichas agencias "respetables" podrán exigir un alto precio por sus evaluaciones de calificación, generando una rentabilidad por encima del mercado en comparación con las agencias sin reputación. Si los inversores dudan de la exactitud o la independencia de las calificaciones de una agencia en particular, van a descontar el valor de las calificaciones y se negarán a conceder a los emisores una reducción en los costos de endeudamiento. Las agencias de calificación pueden confabularse con los emisores para inflar calificaciones a cambio de un aumento a corto plazo de los ingresos de calificación, pero en el largo plazo la pérdida de reputación conduce a una pérdida de ingresos que compensa con creces cualquier beneficio temporal para contratar con los emisores.

En los últimos años se han presentado multitud de propuestas que faciliten el desarrollo de sanciones a la reputación de las agencias:

- Que todas las calificaciones se hagan públicas para, al cabo de un tiempo, compararlas con los niveles de morosidad de los deudores.
- Que se hagan públicas las opiniones de los analistas de crédito sell-side, que son aquellos analistas que apoyan la venta de deuda, es decir, quienes hacen efectiva la colocación de deuda.
- Las empresas pueden hacer que una calificación no solicitada sea retirada ya que ha sido evaluada de forma parcial o incompetente.

La gran mayoría de los inversores suelen exigir al emisor de deuda un informe de valoración crediticia, y suelen exigir que este sea realizado por las dos agencias principales: Standard & Poors y Moody's. De esta forma, las agencias mencionadas desearán que su informe sea el utilizado y acabarán calificando la emisión de deuda muy por encima de su calidad real.

En el plano empírico, una encuesta realizada entre los emisores de deuda calificados se ha encontrado que tan sólo el 2,7% de ellos estaría de acuerdo con la afirmación de que el modelo emisor-pago hace que las agencias asignen calificaciones altas a fin de satisfacer los emisores.

En suma, hay al menos una probabilidad alta de que la reputación solo no ofrece una sanción total contra los conflictos de interés a nivel de agencia de calificación. La intervención reguladora es necesaria para eliminar o al menos minimizar los incentivos que poseen las agencias de calificación para participar en acciones de calificación inadecuados y aprovechar al máximo el conocimiento del público inversionista de los riesgos que se derivan de este tipo de conflictos de interés.

En los siguientes gráficos (Gráfico 2 y 3) se muestra la "confianza" que generan las agencias de rating según inversores y ciudadanía de a pie (no dedicada a banca o mercados financieros).



GRÁFICO 2. *Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores. Año 2012.

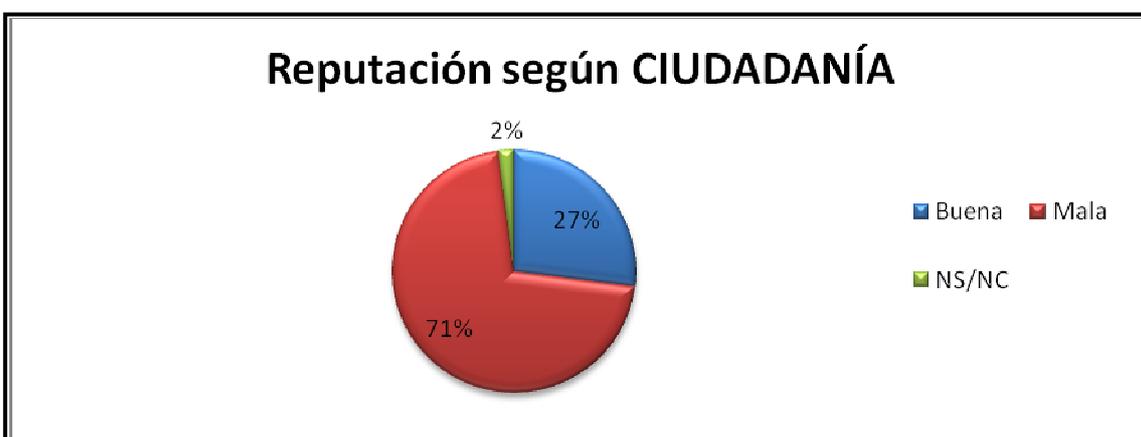


GRÁFICO 3. *Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores. Año 2012.

1.2.4 Conflicto de Intereses entre Agencias de Calificación y Políticos

Actualmente, y en los tiempos que corren, los ataques desenfrenados a las agencias de rating son un punto obligado en el manual de cualquier político europeo. Las acusan de haber sido las principales causantes de la actual crisis económica pues no fueron capaces de predecir los problemas que generaría la expansión del déficit público de países como España o Italia. Además, se hartaron de emitir valoraciones excesivamente elevadas, dirigidas a complacer a los emisores de deuda que, al fin y al cabo, eran quienes pagaban por su trabajo. Ahora, de golpe y porrazo se han visto en la obligación de bajar calificaciones casi de forma mensual para ponerse “al día”. En una de sus publicaciones, el Financial Times decía de las agencias que su reputación no es mucho mejor que la de un redactor de horóscopos.

Cuando se produjo la gran crisis de Grecia, que se quedó sin fondos para hacer frente a sus deudas y tuvo que pedir el rescate, las agencias de calificación agravaron la situación del país heleno publicando valoraciones excesivamente negativas (Ver valoraciones en el siguiente gráfico) y de forma constante en el que era el peor momento para el país. Allí, los presidentes y altos ejecutivos de los países europeos se dieron cuenta que la opinión de las agencias era tan fuerte que podía quebrar todos los esfuerzos que estaban realizando para salvar la economía helena. Así que las críticas se redoblaron. El presidente de la Comisión Europea, Jose Manuel Durao Barroso, acusó a la agencia Moody's de tener un objetivo "antieuropeo" por sus valoraciones sobre la deuda de Portugal. También Herman Van Rompuy, presidente de la comisión europea, atacó el oligopolio de las agencias, tres de la cuales (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) se reparten el 90% del mercado.

A continuación podemos ver las valoraciones de Fitch durante los últimos meses:

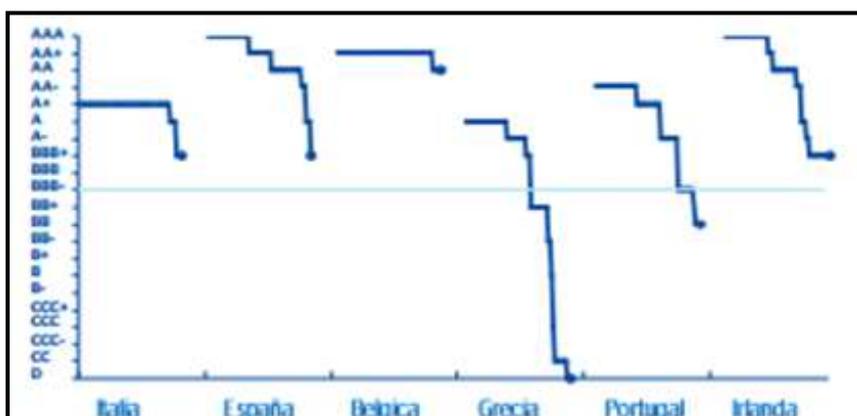


GRÁFICO 4. Fuente: BBVA

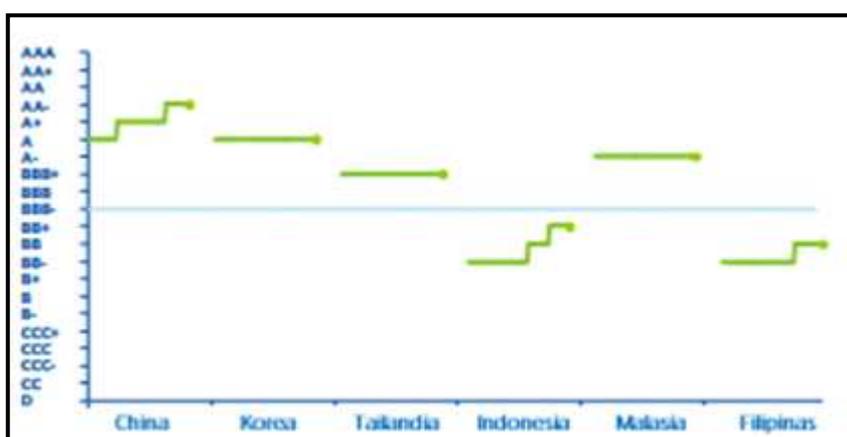


GRÁFICO 5. Fuente: BBVA

Entonces, animados y ya sin miedo a las agencias de calificación, los líderes europeos promovieron sin parar la creación de una agencia europea para aumentar la competencia en el mercado y de esta forma, equilibrar y contrarrestar las opiniones de las agencias estadounidenses, que ya se les acusaba de tener influencias políticas y querer “matar al euro”.

Fue entonces cuando la Comisión Europea empezó a trabajar y a barajar propuestas para la creación de una nueva agencia europea. El objetivo es crear una regulación eficiente para tratar de controlar las opiniones de ciertas agencias en momentos delicados. El comisario Michel Barnier comentó que las agencias no puedan someter a examen las emisiones de deuda soberana realizadas por países que están en procesos de rescate. “No se trata de romper el termómetro, sino de tener en cuenta que hay países que están haciendo grandes esfuerzos y de ver si se pueden suspender temporalmente los juicios sobre ellos”, dijo Michael Barnier.

A su vez, se preparan una serie de medidas para controlar los parámetros que las agencias de calificación utilizan a la hora de realizar sus ratings, especialmente antes de publicar sus ratings.

Santiago Carbó, catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Granada, critica duramente a las agencias de rating pues cree que hay un problema de transparencia en sus actuaciones. “Son inoportunas y no generan estabilidad”. “Debemos saber cuáles son sus verdaderos accionistas y también cómo funciona su metodología y sus tiempos, porque a veces no se entienden sus comportamientos”. Carbó, al igual que Luis de Guindos, Ministro de economía español, piensa que una mayor competencia ayudaría a mejorar los análisis y erradicaría la idea de que las agencias son un instrumento del poder de Estados Unidos, “pero es indiferente si esa competencia llega de Europa o de Australia”.

Ahora bien, ¿todos estos mandatarios que ahora critican duramente a las agencias de rating no fueron quienes les dieron un papel en las reglamentaciones financieras o incluso la categoría de jueces cuando las calificaciones eran favorables?

Aquí nos demuestra que, si bien es cierto que las agencias de rating han cometido errores imperdonables que deberían conllevar sanciones y un mayor control por parte de las autoridades políticas europeas, es igual de cierto que en su día, cuando las agencias valoraban positivamente a todos los gobiernos y empresas existentes, nadie decía absolutamente nada, incluso los políticos las alzaban a la categoría de “semidioses”. De este modo, queda bastante claro que los políticos siempre valorarán a las agencias de rating según su interés momentáneo.

Durante la época en la que José María Aznar gobernó España, las tres agencias de calificación por excelencia le daban buenísimas valoraciones a nuestro país, justificaban que existía un crecimiento sostenible, un superávit público envidiable, una capacidad de ahorro extraordinaria e incluso nos llegaron a colocar en la cabeza de Europa, eramos -con palabras textuales de George Bush- “Los número uno”. Para Aznar, José Luis Rodríguez Zapatero (cuando estaba en la oposición) y cualquier líder político que se preciara, las agencias de rating eran rigurosas, certeras y con mucha reputación.

Años más tarde, el Sr. Zapatero criticó duramente a dichas agencias de calificación, incluso en su discurso de despedida, alegando que estas solo actúan bajo interés personal y jamás por los países o empresas (sin tener en cuenta aquellos que son sus clientes, claro está) a las que evalúan.

Tal y como dice Antonio Díaz Pérez, periodista de EconomíaDigital.com, “Probablemente exista un paralelismo entre los errores de las agencias de rating y los accidentes de avión. Ambos tipos de catástrofes causan una gran conmoción en la opinión pública, pero estadísticamente resulta que el avión es el medio de transporte más seguro. ¡Quizá las agencias de rating no sean tan malvadas!”. Así pues, el conflicto que se crea entre Agencias de Rating y Políticos es algo temporal, y va acompañado de la situación actual del país: Cuando las cosas van bien, las relaciones fluyen y los conflictos desaparecen. Cuando las cosas van mal es cuando aparecen los conflictos.

1.2.5 Conflicto de intereses entre agencias de rating y reguladores:

Un reciente informe presentado ante la Comisión de asuntos económicos del Parlamento Europeo da un duro golpe a las agencias de calificación, a quien se les acusa de “Añadir crisis a la crisis”: Actualmente, existen muchos países en la zona euro que han sufrido una rebaja de la calificación de su deuda pública debido a la mala situación presupuestaria del país. Así pues, los tipos de interés aumentan dificultando el reembolso de la deuda pública y agravando aún más la situación.

Un dictamen publicado el 08/12/2010, el Comité Económico y Social de la Unión Europea (CESE) recopila de manera bastante completa las críticas hacia las agencias de calificación. El dictamen, que distribuye la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determina en primer lugar que los errores en la calificación de

los productos complejos derivados contribuyeron materialmente a la crisis. En dicho informe se hace hincapié en que las agencias evalúan productos y son pagadas por los emisores de dichos productos. Es fácil de comprender que ese sistema les incita a dar calificaciones elevadas aunque los productos sean arriesgados. Durante la presentación del informe, Carmelo Cedrona, líder político italiano, decía: "Muy a menudo, las calificaciones del riesgo soberano emitidas por las agencias generan especulación, ya que esas calificaciones son subjetivas. Pensamos que no es imprescindible autorizar las agencias a formular ese tipo de juicio".

El dictamen del Comité denuncia la existencia de un oligopolio: "nos hallamos ante un verdadero y auténtico oligopolio, ya que las agencias que controlan alrededor del 90% del mercado de la evaluación del crédito se reducen a tan solo tres: Moody's, Standard & Poor's y Fitch". También se destaca la necesidad de crear agencias independientes a nivel de la Unión Europea: "Es crucial que en el sector de la calificación crediticia se llegue a una competencia más acentuada. El CESE propone asimismo que, en caso de retraso o de falta de acuerdo a nivel internacional, se tenga en cuenta la posibilidad de impulsar la creación de una agencia europea expresamente para la deuda soberana y también de una agencia europea autorizada para la evaluación de los créditos ordinarios, con el fin de contribuir a una mayor competencia del sector". Por último, el Comité preconiza que se revise el sistema actual de autorregulación y que se adopten normas "rigurosas" y una supervisión eficaz de las agencias. En efecto, la autorregulación no basta, ya que nada ha cambiado, constata el CESE: "como si no hubiera pasado nada, son estas mismas agencias las que siguen expresando sus puntos de vista no necesariamente objetivos. Tanto es así que el pasado 26 de abril de 2010, la Standard & Poor's incluso con la asignación de 110 mil millones de euros a Grecia por parte de la Unión, rebajó la notación de la deuda griega al nivel de la de Azerbaiyán".

Los cambios en la Unión Europea: El Comité Europeo fue muy claro y presentó una propuesta para reformar la legislación vigente actual. Así pues, en el 2009 se aprobó un nuevo marco europeo de regulación de agencias de calificación.

En el nuevo reglamento se estipula que las agencias deben inscribirse en un registro para que sus calificaciones pasen una especie de filtro antes de ser publicadas. Además, con el nuevo reglamento se pretende también garantizar la independencia de dichas agencias y prevenir los intereses: "Las agencias de calificación crediticia adoptarán todas las medidas necesarias para velar por que la emisión de

una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial, reales o potenciales, que impliquen a la propia agencia emisora de la calificación crediticia, sus administradores, analistas, empleados, cualquier otra persona física cuyos servicios estén puestos a disposición o sometidos a control de la agencia o cualquier persona que tenga, directa o indirectamente, con ella un vínculo de control”.

Además, y aquí llega quizá la parte más importante, el nuevo reglamento exige a las agencias la publicación de los métodos cualitativos y cuantitativos utilizados para la calificación.

A su vez, en 2010 se confía la supervisión de las agencias a la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA): Este organismo, de nueva creación, podrá poner sanciones, pedir revisiones, encuestas y cualquier medida que crea conveniente.

La pelea se acentúa: Empezó todo con la salida de los comisarios Barnier y Rehn apoyando al Gobierno Griego, que calificaban de “excelente” el programa de reforma fiscal y afirmaban estar seguro del cumplimiento de este mismo por parte del país heleno.

Así pues, justo dos días después, Moody's y Standard & Poors empezaron a bajar la calificación de los países de la zona euro (Incluido Grecia) hasta llegar rebajarlos hasta tres niveles en una sola semana. Tras esa acción, el primer ministro griego enfureció y declaró que esta degradación de la calificación revelaba más la falta de responsabilidad de las agencias que el estado real o las perspectivas de la economía griega.

Sin embargo, el primer ministro griego no fue el único en salir a la palestra y atacar a las agencias, pues a medida que pasaban los días y se iban aprobando mayores ajustes para sanear los países europeos, las agencias seguían bajando la calificación de la zona euro. Bien es cierto que entrar en este “juego” se puede convertir en un círculo vicioso muy peligroso: El país necesita reestructurar la deuda, lo cual supone que los bonos y obligaciones emitidos no se reembolsarán en su totalidad, el país tiene dificultades crecientes para financiarse y la situación va a peor.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó un informe haciendo hincapié en la influencia que tienen las agencias con las rebajas de calificación, llegando incluso a

acusar a las agencias de provocar inestabilidad financiera. Sin embargo, también destacan la importante labor que estas tienen y lo imprescindibles que son.

La contradicción: Las agencias de calificación han adquirido un protagonismo exagerado y todos lo sabemos. Desde el 2008 tienen mala reputación, se les acusa de “añadir crisis a la crisis”, de no ser objetivos o incluso de ser juez y parte al mismo tiempo. Sin embargo, ¿Por qué siguen siendo tan importantes para los inversores? ¿Por qué seguimos confiando en ellas aún sabiendo que no fueron capaces de pronosticar que los gobiernos no serían capaces de devolver toda la deuda pública que estaban generando? ¿Por qué suponen un pilar básico en el sistema financiero si Enron o Lehmans Brothers cayeron teniendo buenísimas calificaciones?

La razón es muy sencilla, demasiado sencilla: Ausencia de regulación. ¿Por qué? Por culpa de la regulación que establecieron los mismos políticos que hoy en día detestan y avasallan a las agencias de rating. Es decir, los mismos políticos que acusan a las agencias no saber lo que hacen, crean unas reglas que nos obligan a hacer lo que nos dicen las propias agencias de rating.

Xavier Martí y Sala ponía un ejemplo muy práctico: Una de las cláusulas que regulan el Banco Central Europeo determina que los países pueden utilizar la deuda del propio país como garantía. Así pues, cuando un banco compra deuda Italiana (o de cualquier otro país) a diez años por valor de cien millones de euros, recibe un bono que le legitima a cobrar sus cien millones de euros más los intereses generados (al cabo de diez años).

El banco, con su bono, lo lleva al BCE y lo ofrece como garantía para pedir cien millones de euros, que a su vez utilizará para rentabilizar prestando dicho dinero a la población. Claro está que el BCE determina que los bonos de países quebrados no tienen ningún tipo de validez, no sirven como garantía. De este modo, si Italia o cualquier país de la zona euro hiciera suspensión de pagos, automáticamente todos los bonos de ese país que están siendo utilizados como garantía para pedir prestado dinero al BCE dejarían de tener validez y debería ser reemplazado por bonos de otro país que no hubiera quebrado. ¿El problema? Los bonos de dichos países son de cantidades tan grandes que sería imposible sustituir los bonos por efectivo o cualquier otra garantía y esto provocaría la propia quiebra de los bancos que han pedido dinero al BCE. ¿Y quién se encarga de determinar si Italia, Grecia, España o cualquier país están en suspensión de pago? ¡LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN! Así pues, nos damos cuenta que los conflictos que existen entre agencias de rating y reguladores son conflictos que se han generado por la incompetencia o la

insensibilidad de las agencias en la actualidad, pero que fueron propiciados por la falta de regulación de quienes debieron, hace mucho tiempo, controlar y limitar la participación de las agencias dentro del sistema financiero.

1.2.6 *Conflicto de intereses entre Agencias de Calificación y Empresas:*

Antes de entrar más profundamente al tema propiamente dicho, es necesario entender el modelo de negocio que tienen implantado las agencias de rating, sobre todo para conocer más adelante los conflictos que existen entre agencias de rating y empresas.

La gran mayoría de agencias de rating funcionan mediante uno de estos dos modelos de negocio:

1. Las pequeñas agencias se basan en la suscripción. Es decir, ofrecen sus calificaciones a los suscriptores a cambio de una cuota anual o pago único por un informe concreto.
2. Las agencias grandes, como las ya conocidas Standard & Poor's, Moody's y Fitch, se basan en un modelo de negocio cuyos ingresos se obtienen directamente de los emisores de crédito. Es decir, las grandes agencias emiten de forma gratuita y para todo el mundo la gran mayoría de sus valoraciones. Ahora bien, cuando una empresa tiene la necesidad de emitir deuda pues necesita liquidez, previamente solicita un informe a dichas agencias, y de esta forma estas obtienen sus ingresos. Así pues, es ahí donde las agencias grandes hacen su negocio. ¿Será negativo el informe teniendo en cuenta que la empresa es quién mantiene a la agencia a flote mediante su pago? Ahí empieza el verdadero problema.

Sería más fácil si las agencias de calificación de riesgos tuvieran mayor transparencia. ¿Verdad? Lo que la gran mayoría de gente no sabe es que las agencias de rating no son auditoras, son simplemente agencias de periodismo. Así pues, pueden ocultar informaciones y no publicar datos que consideren "reveladores".

Un dato realmente curioso es que la mala reputación de las agencias comenzó justo en el momento en el que apareció el nuevo modelo de negocio, el número 2 comentado anteriormente. Así pues, expertos económicos aseguran que el método de suscripciones es mucho más limpio y fiable. Sin embargo, las agencias ganan mucho más dinero obteniendo los ingresos directamente de los emisores de crédito.

El ciclo normal de las agencias, en el caso del modelo número 1, es muy sencillo: La agencias emiten sus informes a quienes pagan una cuota y dichos informes rara vez tienen trascendencia más allá de la empresa o de quienes están vinculados con ella.

En el caso del segundo modelo, las agencias publican para todo el mundo todas y cada una de las calificaciones que realizan. De esta forma, tienen mucha más trascendencia y realizan mucho daño en determinados momentos. Es más, como este segundo tipo de agencias se sustentan básicamente por el pago de las empresas que emiten deuda, se les acusa de no ir nunca en contra de quienes mantienen el negocio. Así pues, se da por hecho que las agencias de calificación nunca irán den contra de las empresas que solicitan valoraciones, pues son quienes les pagan.

Recapitulando, nos damos cuenta que:

- Las agencias de tipo 1 mantienen su negocio a base de suscriptores: Método sano.
- Las agencias de tipo 2 mantienen su negocio a base de los pagos de quienes emiten deuda: Las valoraciones serán buenas pues sino corren el riesgo de perderlo como cliente. Las agencias que utilizan este método de negocio están convencidas de que es mucho más transparente y eficiente para el sector. A continuación, se muestra un gráfico representativo del cambio que se ha producido en el sector, y no es precisamente en cuanto a la transparencia o al aumento de competencia, más bien lo contrario. Durante los últimos años se ha producido un aumento de los ingresos a raíz de implementar el nuevo sistema de negocio "Pago por emisión", lo cual quiere decir que las agencias de tipo 2 tan solo buscan el beneficio económico.

El siguiente gráfico muestra los ingresos de las tres grandes agencias de rating durante el periodo 1998 y 2010.

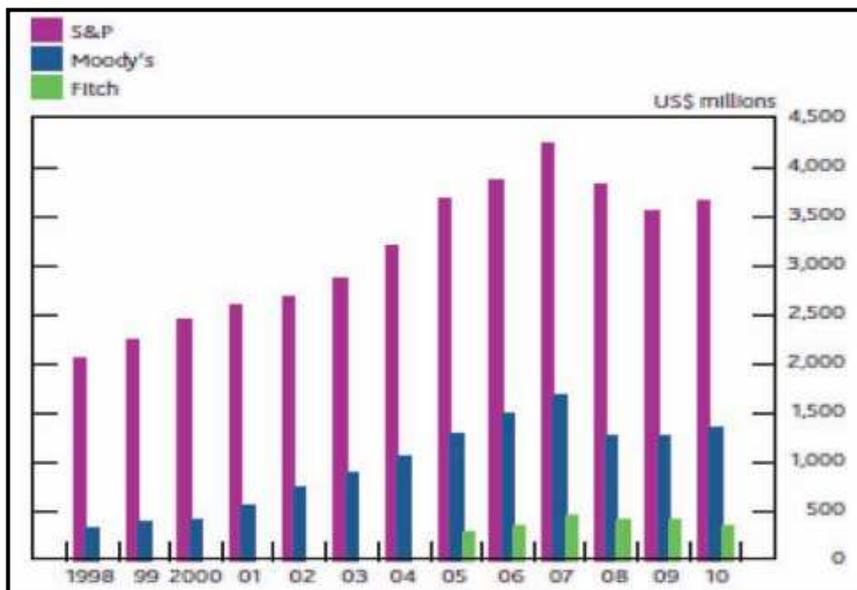


GRÁFICO 6. *Fuente: Capital IQ.

A su vez, las agencias que basan su negocio en los pagos por parte de los emisores, emiten valoraciones de muchas otras empresas que no les pagan por ellos, pues como ya hemos dicho antes, este tipo de agencias ponen a la luz pública todos los informes. Ahí empieza otro quebradero de cabeza:

- Empresas que acceden: Por lo general, las agencias de tipo dos suelen emitir una valoración positiva (cuando se trata de la primera valoración que realizan) sobre la mayoría de las empresas. Posteriormente, se les envía una carta para que pasen a formar parte de sus clientes y paguen. Muchas empresas aceptan, se convierten en clientes y suelen mantener las buenas valoraciones.
- Empresas que no acceden: Una vez emitida dicha opinión positiva mencionada en el punto anterior, muchas empresas no acceden a ser clientes de dichas agencias. Aquí, por lo general y sin saber el porqué, la mayoría de empresas suelen perder tan buena valoración y empiezan a caer en picado en su rating.

Quizá este sea el verdadero problema del sector, las agencias de rating se ven con el poder suficiente de dominar el mercado y podríamos decir que predestinar el futuro de una empresa o de una emisión. ¿Por qué? Cuando una agencia califica una emisión de solvente, los clientes compran deuda y la empresa cada vez crece más. Por el contrario, cuando una agencia califica una emisión de riesgo, los

inversores no compran y la empresa cada vez se hunde más. De esta forma, no contratar a dichas agencias cuando mandan la carta supone muchas veces un verdadero problema para las empresas.

Un claro ejemplo de lo comentado, es el caso Hannover Re y Moodys. Hannover Re, compañía de seguros Americana, se acercó a Moody en 1998 para suscribirse a servicios de calificación, pero declinó la oferta porque ya se había comprometido con Standard & Poors y AM Best Company. Moody entonces bajó la calificación de Hannover de forma no solicitada situándola a Aa2, un escalón por debajo de la dada por Standard & Poors hasta llegar al escalón Baa1 en marzo de 2003. Esas calificaciones eran entre dos y cuatro escalones más bajos que las calificaciones otorgadas por Standard & Poors y AM Best. La Rebaja de Moody provocó una caída del diez por ciento en el precio de la compañía de seguros y sorprendió a muchos analistas porque no había nueva información pública para justificar esta rebaja. Hannover alegó que esta serie de rebajas fueron fruto de un chantaje, y que se les dijo en repetidas ocasiones que su clasificación se vería afectada de manera positiva si se suscribe al servicio de Moody.

Otro de los conflictos que se plantean en este apartado es cuando las agencias de calificación o sus empleados/directores tienen participaciones o cargos de relevancia en empresas valoradas por dicha agencia. Este caso es especialmente peligroso por dos motivos:

- Las valoraciones suelen ser positivas solo y durante el tiempo en el que la persona relacionada con la agencia está en la empresa valorada. Después, la empresa empieza a caer en picado.
- Las valoraciones suelen representar en la mayoría de los casos una imagen muy poco fiel a la realidad, los inversores apuestan a ciegas. Sin embargo, suele suceder el efecto que antes comentábamos. Es decir, como la agencia califica dicha empresa como solvente, la deuda se vende y los inversores apuestan por esa empresa.

2. Impacto económico de la crisis

La reciente crisis que se ha producido en el mercado financiero y que ha sido desencadenada por las hipotecas subprime, es en parte responsable de las agencias de rating. La crisis en cuestión se inició en Agosto de 2007 y ha provocado importantes turbulencias a nivel internacional, especialmente en Estados Unidos y Europa. El origen de la crisis se sitúa en América. En los meses centrales de 2007 se produjo un aumento en los impagos de las hipotecas subprime, junto con un descenso en los precios del sector inmobiliario. La crisis se manifestó inicialmente en la pérdida en el valor de los instrumentos relacionados con la titulación del mercado hipotecario, lo que se tradujo en cuantiosas pérdidas para las entidades que habían invertido en ellos.

A diferencia de otros episodios de dificultades que han afectado a los mercados financieros, esta crisis ha tenido un impacto directo sobre los mercados relevantes en la financiación de las entidades de crédito de los países desarrollados. Una parte importante de los emisores de titulación de Estados Unidos se vendió en los mercados internacionales, lo que ha provocado el contagio de esta crisis. Esto, unido a la falta de información sobre la exposición individual de las entidades de crédito a este tipo de emisiones, ha tenido diversas consecuencias: una reducción drástica del volumen de contratación en los mercados interbancarios y una reducción de la liquidez en los mercados primarios de renta fija.

La crisis ha producido una contracción de crédito. Aparte del efecto directo sobre las entidades de crédito, ha tenido consecuencias negativas para el acceso tanto de las empresas como de los particulares de la financiación ajena. Por ejemplo, en el caso de las empresas el descenso en el apetito por el riesgo del mercado, unido al hecho de que las entidades de crédito tuvieron que restringir los préstamos concedidos, se ha traducido en un aumento sustancial en sus diferenciales de riesgo.

Los segmentos de emisión y negociación de productos estructurados de crédito son los más afectados por la crisis. La mayoría de estos productos son titulaciones respaldadas por hipotecas y titulaciones respaldadas a su vez por bonos de titulación MBS (Mortgage Backed Securities). La caída de los precios de los inmuebles en Estados Unidos y el aumento de la morosidad marcaron el punto de partida de un aumento más que significativo en el riesgo de crédito que percibe el mercado para estos productos. Como se puede apreciar en el gráfico 7, el riesgo de

crédito para las emisiones de bonos con la mejor calificación (AAA) respaldados por hipotecas subprime en Estados Unidos ha pasado de ser 20 puntos básicos a alcanzar cuotas de 14 puntos porcentuales un año después. Si se compara con el deterioro que han sufrido los bonos BBB de la misma duración, se puede apreciar que este es significativamente menor.



GRÁFICO 7. *Fuente: Datastream. Periodo: Del 2007 al 2008.

Las razones para un aumento tan pronunciado de los diferenciales de riesgo de crédito en las titulaciones subprime hay que buscarlas más allá del deterioro que vienen sufriendo las hipotecas que respaldan este tipo de productos. Este tipo de productos se crearon partiendo de la base de tres supuestos:

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

En el gráfico 8 se muestran los cambios de rating que han ido sufriendo las titulaciones hipotecarias subprime emitidas en Estados Unidos de 2005 a 2007. En este gráfico se puede apreciar que el porcentaje de descensos de rating de estas emisiones ha alcanzado cifras muy altas, incluso en las calificaciones AAA.

Aunque tanto en el sector prime como en el subprime los porcentajes de instrumentos que han sufrido descensos han sido muy elevados, hay diferencias significativas entre los dos sectores. Esto pone de manifiesto que factores como la mala calidad de la información de los activos que respaldan la emisión y modelos matemáticos con valoraciones poco ajustadas a la realidad han influido en la gran volatilidad que se ha dado en estos ratings.

La crisis ha destapado las carencias del mercado de los productos estructurados y ha puesto en cuestión la actuación de los distintos agentes que intervienen en él: inversores, emisores, agencias de rating y reguladores.

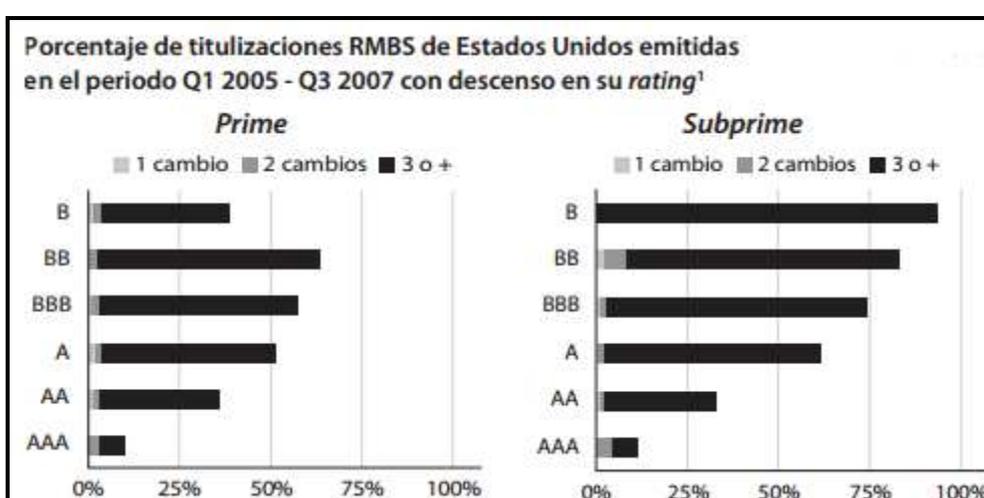


GRÁFICO 8. *Fuente: Datastream.

Análisis de las críticas a la actuación de las agencias de rating.

Durante el siglo XX las agencias han tenido un papel notablemente visible en los mercados financieros. Los rating que emitían tenían gran calado en el mercado financiero y gozaban de una elevada reputación. Sin embargo, desde comienzos del siglo XXI, tras la quiebra de Enron y Parmalat, se ha comenzado a cuestionar la labor de las agencias de rating en los mercados. Estas dudas se han visto reforzadas por la crisis de las hipotecas subprime, cuyo principal protagonismo ha recaído en los productos estructurados de crédito y en buena medida en las agencias de rating que los calificaron.

Debido a que las agencias reciben sus ingresos de los emisores a los que califican, se les acusa de evaluar favorablemente a todos aquellos que contratan sus

servicios. Sin embargo, las agencias serían detectadas a posteriori y, gracias al mecanismo de reputación, las pérdidas para ellas serían enormes.

Por tanto, parece razonable buscar explicaciones complementarias al extraño comportamiento que tuvieron las agencias en este caso. El conflicto de interés entre estas empresas y sus auditores trajo como resultado que tanto Enron como Parmalat presentaran una información contable que se alejaba de la realidad. Si se tiene en cuenta que la información contable es una de las principales fuentes de información para elaborar ratings, no es de extrañar que estos fueran equivocados. Solo cuando se supo que la bajada de los precios de la deuda de estas empresas no era un circunstancia coyuntural las agencias pudieron reaccionar.

El análisis de las causas por las que los ratings de las agencias han tenido un papel tan alejado de lo deseable en el caso de los productos estructurados es complejo y comprende varios factores:

- La propia regulación, que ha afectado a las agencias de rating
- La calidad de la información con que contaban las agencias para emitir los ratings de estos productos
- La complejidad que estos productos entrañan en cuanto a la implementación de modelos matemáticos fiables para su valoración y para la medición de los riesgos que llevan aparejados, debido a las hipótesis realizadas en los modelos.
- El posible conflicto de interés entre agencias y emisores, que acaba suponiendo ratings elevados
- El excesivo protagonismo que los inversores le han dado a los ratings
- El papel de los ratings de estos productos como activos válidos para la regulación basada en ratings.

Como se ha dicho, la industria de las agencias de rating cumple todos los requisitos para ser un oligopolio natural: Existe una imposibilidad de entrada de nuevas agencias que ha hecho que las principales agencias no vean comprometidos sus cuotas de mercado y sus beneficios. A raíz de eso, la falta de nuevas empresas en un mercado trae típicamente como consecuencia una falta de incentivos para la innovación en la industria que lo surte.

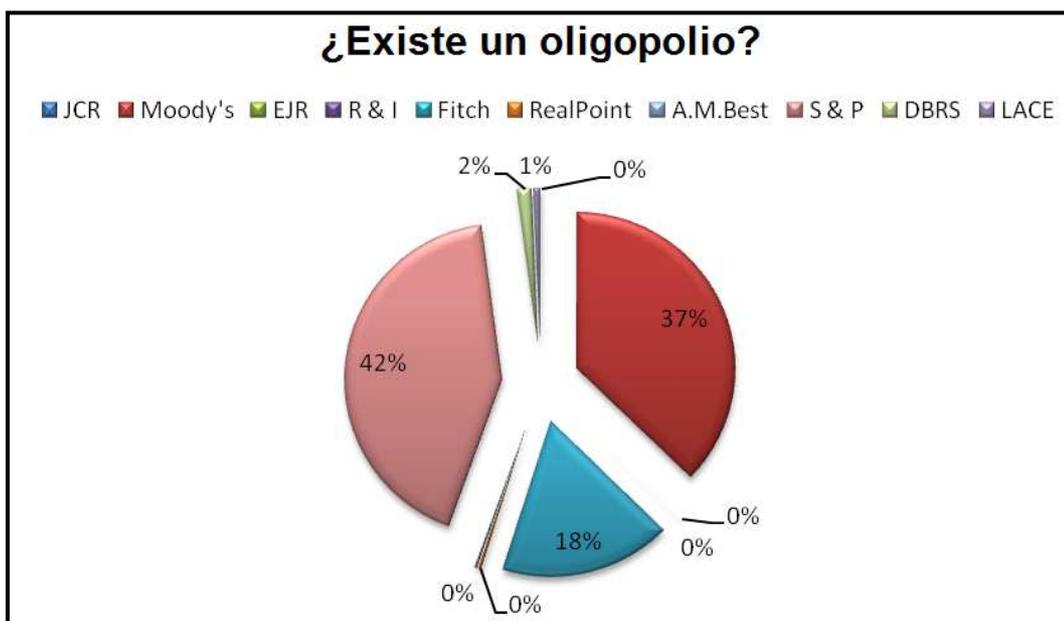


GRÁFICO 9. *Fuente: IESE-. Elaboración propia. Año 2012

Una de las principales causas por las que los ratings no han reflejado la realidad de la manera deseada hay que buscarla en que los modelos usados por las agencias de rating, que son modelos complejos y muy diferentes entre sí. Dados los mismos parámetros, el riesgo de crédito de la cartera subyacente que arrojaban los distintos modelos era en ocasiones muy diferente. El periodo de bonanza económica vivido durante los primeros años del siglo XXI redujo de manera significativa el número de quiebras en comparación con periodos precedentes, por lo que no se pudo comprobar cuál de los modelos era el que mejor reflejaba el verdadero riesgo de crédito de la cartera subyacente. Por tanto, a pesar de que los resultados de los modelos eran diferentes, no se podía concluir si el modelo usado por una agencia era mejor que el utilizado por otra.

Uno de los hechos que pone de manifiesto el conflicto de interés entre agencias y emisores es la proliferación de productos estructurados altamente sofisticados. Los subyacentes de estos productos son bonos de titulización o índices CDS, lo que hace que las metodologías para la medición de su riesgo estén lejos de ser precisas. Estos productos no habrían salido al mercado si las agencias hubieran emitido ratings muy conservadores para este tipo de productos y que su proliferación hubiera sido menor. Por tanto, unos ratings altos en estas emisiones se pueden interpretar como resultado de la existencia de un conflicto de interés en el segmento de los productos estructurados.

La labor de las agencias de rating ha sido muy cuestionada a raíz de la crisis subprime. La emisión de unos ratings excesivamente altos ha contribuido al éxito de productos estructurados. Sin embargo, hay otras razones relacionadas con su uso por parte de los inversores y de la regulación financiera que han hecho que su utilización se volviera frecuente y que los ratings tuvieran en estos productos un protagonismo excesivo.

Distintos organismos han señalado que los inversores han otorgado a los ratings más propiedades a las que realmente tienen. Los inversores han tomado los ratings como análisis estadísticos suficientes de los riesgos que llevan aparejadas las emisiones de productos estructurados y que van más allá del riesgo de crédito, como por ejemplo el riesgo de liquidez. Un número significativo de inversores en estos productos, normalmente institucionales, tomaron la decisión de comprar productos estructurados basándose únicamente en el rating que tenían, normalmente AAA.

Sin embargo Standard and Poor's, harto de las constantes acusaciones que reciben, ha decidido tirar de datos históricos para mostrar el porcentaje de fallidos sobre emisiones corporativas con rating, desde 1981 a 2008. Según estos datos, el rating asignado y el porcentaje de impago guardan estrecha relación a lo largo del tiempo: Sólo el 0,65% de las emisiones calificadas con AAA han tenido problemas de impago pasados 15 años, mientras que casi el 53% de las emisiones calificadas dentro del rango de la C han dejado de pagar.

Global Corporate Cumulative Average Default Rates (1981 - 2008) (%)															
Rating	—Time horizon (years)—														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.00	0.09	0.18	0.27	0.37	0.40	0.47	0.51	0.55	0.55	0.55	0.55	0.60	0.65
AA	0.03	0.08	0.14	0.25	0.34	0.45	0.56	0.65	0.73	0.83	0.92	0.99	1.08	1.15	1.20
A	0.08	0.20	0.34	0.52	0.72	0.95	1.21	1.45	1.69	1.94	2.17	2.35	2.53	2.68	2.91
BBB	0.24	0.68	1.17	1.79	2.43	3.06	3.59	4.12	4.63	5.16	5.68	6.12	6.63	7.15	7.70
BB	0.99	2.88	5.07	7.18	9.07	10.90	12.41	13.74	15.00	16.02	16.89	17.64	18.28	18.76	19.33
B	4.51	9.87	14.43	17.97	20.58	22.67	24.46	25.93	27.17	28.41	29.54	30.50	31.45	32.32	33.14
CCC/C	25.67	34.10	39.25	42.29	44.93	46.24	47.45	48.09	49.53	50.33	51.03	51.77	52.33	52.93	52.93
Investment grade	0.12	0.33	0.57	0.88	1.19	1.51	1.80	2.07	2.34	2.62	2.87	3.08	3.30	3.52	3.76
Speculative grade	4.06	7.99	11.48	14.32	16.59	18.51	20.13	21.49	22.75	23.86	24.84	25.69	26.48	27.16	27.82
All rated	1.47	2.94	4.25	5.37	6.30	7.11	7.80	8.40	8.95	9.46	9.92	10.30	10.68	11.02	11.38

TABLA 2. Fuente: Standard and Poor's. Elaboración: Comisión Nacional del Mercado de Valores

2.1. Cambios en el sector bancario.

Como fuente de intermediación crediticia entre prestamistas y prestatarios, los bancos prestan servicios financieros esenciales en los ámbitos nacional e internacional a consumidores, empresas y sector público. Así pues, un sistema bancario sólido y resistente es fundamental para un crecimiento económico sostenible. Sin embargo, por una amplia serie de motivos, todas las regiones del mundo han padecido crisis financieras en un momento u otro de su historia.

La crisis más reciente, desde 2007, reveló deficiencias básicas en el funcionamiento y la regulación del sistema bancario de numerosos países. La crisis, que se gestó en Estados Unidos y se propagó sobre todo a otras economías avanzadas, nació de la imprudente utilización por grandes bancos de titulizaciones complejas y su inadecuada regulación. No obstante, en un sentido más amplio, las causas y evolución de la crisis reflejan deficiencias propias de las crisis financieras en general: inversores a la caza de rendimientos, demasiado crédito, relajación de los criterios de concesión de crédito, infravaloración del riesgo, apalancamiento excesivo y contagio.

Dada la rapidez con que las crisis pueden desatarse y propagarse por todo el mundo y el intenso ritmo de innovación financiera, los bancos de todos los países necesitan mantener mayores colchones de capital y liquidez para proteger al sistema bancario internacional y a la economía mundial frente a riesgos imprevistos. Lamentablemente, la memoria tiende a ser corta, de ahí que por lo general surjan riesgos sustanciales para el sector bancario tras un periodo de autocomplacencia alimentado por una aparente calma. Por lo tanto, las medidas para reforzar los sistemas financieros deben acometerse ahora, cuando la crisis aún está reciente en la memoria y las autoridades y el público en general entienden la urgencia de una respuesta eficaz.

Con la publicación, el 16 de diciembre de 2010, del marco de Basilea III, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea estableció nuevos estándares internacionales de suficiencia de capital y liquidez de las entidades bancarias para subsanar las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis. Algunas de las nuevas reglas revisan sustancialmente las actuales normas internacionales y otras reglamentan ámbitos previamente no regulados. Consideradas en su conjunto, estas normas refuerzan la regulación del capital y la liquidez para mejorar la capacidad de reacción de la banca mundial. Así pues, reforzado a través de Basilea III, el marco regulador internacional

protegerá mejor al sector financiero frente a la próxima crisis, sea cual fuere su origen, y reducirá el riesgo de propagación del sistema financiero a la economía real. A medida que el sector financiero ha reanudado la asunción de riesgo, los bancos han comenzado a acumular capital y a adaptar sus estrategias de financiación y modelos de negocio en general al nuevo marco regulatorio, lo que se traducirá en unos objetivos de rentabilidad sobre recursos propios más reducidos y estables.

2.1.1 La crisis financiera está conformando la reforma de la regulación.

La gravedad de la crisis obedeció en buena medida al hecho de que el sector bancario de numerosos países había asumido un riesgo excesivo sin aumentar de forma proporcional el capital. Además, este inadecuado nivel de capital era de insuficiente calidad, tras la gradual erosión de esta última. A continuación podemos ver que Basilea III endurece los requerimientos de capital, abarca una gama más amplia de riesgos y de forma explícita aborda aspectos macroprudenciales relativos a la estabilidad del sistema bancario. La siguiente información ha sido emitida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2.1.2 Capital bancario

Basilea III incrementa sustancialmente tanto la calidad como la cantidad del capital, con un énfasis mucho mayor en el capital ordinario (ver “Calendario ampliación requerimientos de capital y liquidez bancaria” en página 42). Durante la crisis, las pérdidas redujeron el capital ordinario de los bancos. Sin embargo, algunos de ellos mantuvieron, de forma ficticia, elevados coeficientes de capital de Nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo mediante la inclusión de otras clases de instrumentos financieros en su base de capital.

2.1.3 Cobertura del riesgo

El Comité de Basilea también ha mejorado, en el marco regulador del capital, la cobertura del riesgo de las actividades en los mercados de capitales, que constituyó un destacado rasgo de la reciente crisis, dado que las posiciones negociables explicaron buena parte de la acumulación de apalancamiento y fueron una importante fuente de pérdidas. La fragilidad del capital, el excesivo apalancamiento y la inadecuada cobertura del riesgo impidieron que el sistema bancario absorbiera plenamente pérdidas de orden sistémico en las carteras de negociación y de crédito. Del mismo modo, tampoco fue capaz de gestionar la reintermediación de las cuantiosas posiciones fuera de balance acumuladas en el sistema bancario informal. En el marco de Basilea III, los bancos deberán mantener más capital para respaldar sus activos menos líquidos y sensibles al riesgo de crédito, cuyos periodos de

mantenimiento son mucho más largos que las tradicionales posiciones negociables. La cartera de negociación también se someterá a un requerimiento de capital por valor en riesgo tensionado.

2.1.4 Liquidez

Durante la gestación de la crisis, numerosos bancos habían operado con unos márgenes de liquidez cada vez más reducidos, confiando excesivamente en un fácil acceso a la liquidez del mercado. En el punto álgido de la crisis, las contrapartes desconfiaron de la liquidez de muchas instituciones bancarias, lo que dificultó gravemente su acceso a financiación. Basilea III da respuesta a las deficiencias en materia de liquidez que reveló la crisis. El marco de liquidez armonizado a escala internacional consta de dos normas reguladoras mínimas: el Coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) y el Coeficiente de financiación estable neta (NSFR). Estos coeficientes tienen objetivos complementarios.

2.1.5 Aspectos macroprudenciales

Basilea III se diseñó con el fin de reforzar tanto la solidez de las entidades bancarias individuales como la estabilidad del sector bancario en general. Así pues, además de su enfoque microprudencial, incorpora medidas macroprudenciales para dar tratamiento explícito al riesgo sistémico.

Durante la crisis, las crecientes pérdidas y las resultantes tensiones en el capital limitaron la capacidad de los bancos para prestar, precisamente cuando las economías más necesitaban el crédito. Esta prociclicidad del sistema financiero (su tendencia a amplificar los efectos cíclicos sobre la economía real) y la interconexión de las instituciones financieras consideradas demasiado grandes para quebrar agravaron la crisis. A fin de moderar la prociclicidad del sector bancario y del conjunto del sistema financiero, el nuevo marco regulador del capital prevé que se acumule capital en épocas de bonanza hasta niveles superiores al requerimiento mínimo. El colchón de conservación de capital resultante contribuirá a que los bancos absorban pérdidas en periodos de tensión financiera y económica. Conforme el nivel de capital de un banco se aproxima al requerimiento mínimo, el colchón de conservación impone un límite progresivamente más estricto a las distribuciones discrecionales de fondos, como los dividendos. La retención de un mayor porcentaje de beneficios durante una recesión permitirá garantizar que existe capital disponible para respaldar la actividad comercial ordinaria del banco durante el periodo de tensión.

2.1.6 *Impacto de los nuevos requerimientos.*

La teoría nos enseña que cuando repartimos el crédito de forma más eficaz, reducimos el riesgo de crisis y aseguramos un entorno estable a largo plazo, hasta que llega un nuevo factor y vuelve a desencadenar otra crisis. Sin embargo, es necesario reducir al máximo dicha posibilidad y para ello debemos implementar una reforma de la mejor manera posible. Sin embargo, la implementación de nuevas medidas bancarias supone altos costes pues hay que ajustar infinidad de cosas en los modelos de negocio, balances, cuentas, etc.

Cada país, cada autonomía o incluso cada banco necesitan un ajuste personalizado. En algunas economías, sobre todo aquellas que han sido heridas por la crisis, los bancos siguen aún recomponiendo su capital, acatando las nuevas normas del sector y deshaciéndose de ciertos activos. En otras economías, que ya fueron saneadas hace años como es el caso de Alemania, satisfacen los niveles requeridos y están perfectamente estructuradas bajo el nuevo marco regulatorio. De todos modos, estando mejor o peor, en todas las economías se establecerán cambios pues Basilea III supone un vuelco bastante grande dentro del sector bancario, hay muchas novedades y regulaciones que nunca antes se habían contemplado.

Para evaluar el impacto de los nuevos requerimientos y del ajuste correspondiente, miembros del Comité de Basilea elaboraron un estudio del impacto cuantitativo (QIS) integral. El resultado obtenido es que, en un grupo de 74 grandes bancos con presencia internacional (Se le llama Grupo 1 por ser los más grandes y poderosos), los nuevos requerimientos de capital (incluidas nuevas deducciones de capital detraídas del capital ordinario) habrían reducido casi a la mitad los cocientes de capital ordinario de Nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo a fecha 31 de diciembre de 2009, desde un cociente CET1 (common equity tier capital) bruto medio ponderado del 11,1% (bruto de deducciones y sobre activos ponderados por riesgo vigentes a dicha fecha) hasta un cociente CET1 neto medio del 5,7% (tras aplicarse las nuevas deducciones reguladoras y según la nueva definición de activos ponderados por riesgo). Como los datos procedían de la mayoría de bancos que cumplían los criterios aplicables al Grupo 1, estas cifras probablemente rondan el cociente efectivo de capital medio ponderado de los grandes bancos del mundo con actividad internacional. Para una muestra de 133 bancos más pequeños (Grupo 2), los cocientes de capital calculados también disminuirían, aunque en menor grado, con un descenso del cociente CET1 desde el 10,7% al 7,8%. (Ver Gráfico 10)

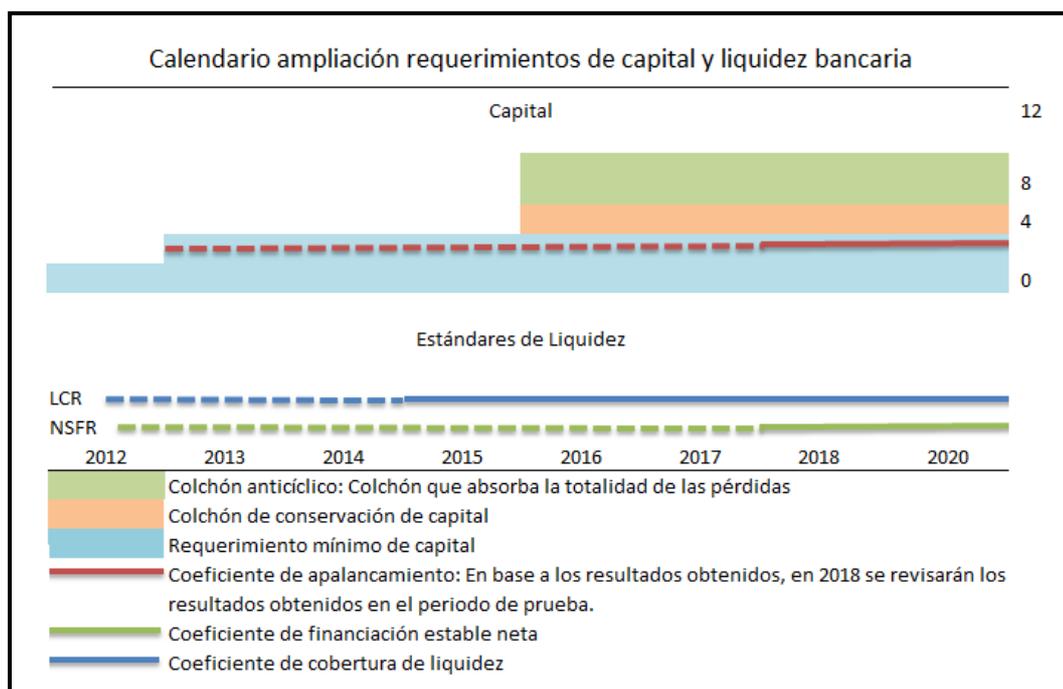


GRÁFICO 10. Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

	Número de bancos	CET 1		Nivel 1		Total	
		Bruto	Neto	Actual	Nuevo	Actual	Nuevo
Grupo 1	74	11,1	5,7	10,5	6,3	14	8,4
Grupo 2	133	10,7	7,8	9,8	8,1	12,8	10,3

Coeficientes en porcentaje. CET 1 = capital ordinario de Nivel 1. Bruto = CET 1 (sin deducciones) sobre activos por riesgos vigentes. Neto = CET 1 (con deducciones) sobre activos ponderados por riesgos. Actual = definiciones actuales de capital y activos ponderados por riesgo. Nuevo = definiciones de capital y activos ponderados por riesgo que se aplicarán conforme a BASILEA III.

TABLA 3. Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

A partir de estos resultados, cabe esperar cierto ajuste dentro del sistema bancario mundial conforme los bancos maniobren para satisfacer los nuevos requerimientos. No obstante, las mejoras registradas en las posiciones de capital a partir de finales de 2009 deberían moderar en cierta medida este ajuste, al igual que deberían hacerlo la mejora de la rentabilidad de los bancos y los cambios en su conducta durante el proceso de transición.

Los bancos ya han comenzado a acumular el capital adicional que precisarán. La captación de capital que realizaron en el periodo 2008–09 compensó ampliamente las pérdidas causadas por el quebranto de activos asociado a la crisis. Más recientemente, algunas entidades bancarias han comenzado a captar capital privado, tanto para devolver las inyecciones de capital público como para reforzar su balance en general. No obstante, la mayor parte de los bancos ha acumulado capital

mediante un aumento de los beneficios no distribuidos, reflejando la mayor rentabilidad en gran medida una menor necesidad de dotar provisiones para insolvencias.

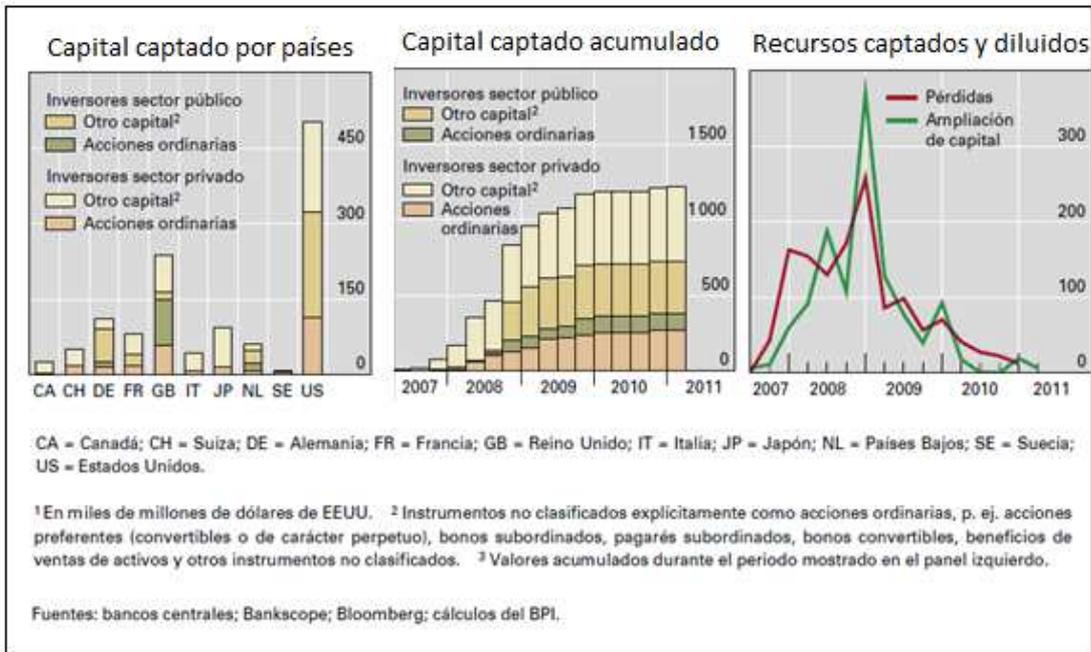


GRÁFICO 11. *Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales												
	Beneficio antes de impuestos			Margen de intermediación			Provisiones para incobrables			Gastos de operación ²		
	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008
Alemania (4)	0,17	-0,11	-0,46	0,85	0,80	0,62	0,14	0,41	0,20	1,19	1,00	0,73
Australia (4)	1,14	0,93	1,01	1,89	1,88	1,66	0,31	0,54	0,26	1,24	1,20	1,21
Austria (2)	0,67	0,63	0,46	2,50	2,46	2,44	0,97	1,20	0,56	1,94	2,00	2,00
Canadá (5)	1,01	0,72	0,47	1,65	1,73	1,39	0,26	0,45	0,21	1,87	2,04	1,69
España (4)	0,95	0,88	1,07	2,26	2,27	1,85	0,83	0,94	0,53	1,56	1,49	1,40
Estados Unidos (7)	1,02	0,42	0,28	2,62	2,71	2,30	0,87	1,72	1,21	2,94	2,79	2,45
Francia (3)	0,45	0,18	0,04	1,11	1,02	0,68	0,26	0,36	0,18	0,63	1,10	0,97
Italia (3)	0,37	0,36	0,27	1,74	1,92	2,02	0,60	0,76	0,42	1,70	1,79	1,86
Japón (10) ³	0,30	0,29	-0,16	0,51	0,96	0,93	0,10	0,32	0,42	0,49 ⁴	0,86 ⁴	0,83 ⁴
Países Bajos (2)	-0,04	-0,15	-0,61	0,82	0,98	0,80	0,28	0,33	0,21	1,39	1,01	0,90
Reino Unido (7)	0,25	-0,04	-0,05	1,03	0,95	0,86	0,61	0,90	0,39	0,90	1,18	0,99
Suecia (4)	0,61	0,34	0,67	0,89	1,02	0,99	0,11	0,46	0,11	0,88	0,95	0,90
Suiza (4)	0,66	0,21	-1,75	0,54	0,56	0,61	0,01	0,10	0,12	2,13	2,10	2,57

Tabla 4. Fuente: Banco Internacional de Basilea

A diferencia de anteriores iniciativas reguladoras a escala internacional, las propuestas de Basilea III se formularon tras un análisis descendente de su posible impacto macroeconómico. Así pues, además de elaborar estudios de agregación

para evaluar el impacto acumulado de los mayores requerimientos de capital sobre bancos individuales, los reguladores examinaron de forma minuciosa los efectos sobre el crecimiento durante el periodo de transición hacia requerimientos de capital y liquidez más estrictos, así como los costes y beneficios para la economía a largo plazo.

A objeto de examinar los posibles impactos sobre el crédito y la inversión durante el periodo de transición, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y el Comité de Basilea crearon el Grupo de Evaluación Macroeconómica (MAG), formado por expertos en modelización macroeconómica de diversos bancos centrales, reguladores nacionales y organismos internacionales. El MAG concluyó que los efectos durante el periodo de transición serán probablemente modestos. Utilizando los resultados medianos del conjunto de modelos analizado y supuestos relativamente conservadores, el grupo estimó que un incremento gradual durante ocho años del coeficiente de capital ordinario a escala mundial hasta un nivel compatible con el cumplimiento de los objetivos acordados daría como resultado un descenso máximo del PIB, en relación con el escenario base, del 0,22% durante 35 trimestres.

Lo anterior equivale a una caída, con respecto al escenario base, de la tasa media de crecimiento anual del PIB de 0,03 puntos porcentuales (3 puntos básicos) durante esos 35 trimestres, tras los cuales la tasa de crecimiento volvería a acelerarse acercándose a la previsión de referencia. Los 97 modelos utilizados en el estudio generaron una amplia variedad de impactos estimados.

La estimación correspondiente al percentil 20 se traducía en una caída máxima del PIB del 0,1%, que en la correspondiente al percentil 80 era de casi el 0,5%. No obstante, la mayoría de los resultados se concentraba en torno a la mediana, de forma que las sendas estimadas entre los percentiles 40 y 60 tendían a ser muy semejantes a la previsión mediana. El impacto macroeconómico de los requerimientos de liquidez fue más difícil de estimar, aunque aparentemente también era modesto.

El MAG señaló que quedaba a la entera discreción de los bancos acelerar la aplicación de las reformas respecto al calendario fijado por los supervisores.

Los resultados obtenidos con una aplicación de las reformas en el transcurso de cuatro años, en lugar de en ocho, implican una caída ligeramente mayor de la tasa media de crecimiento anual del PIB durante un periodo más breve, en concreto una

reducción de 5 puntos básicos con respecto al escenario base durante 18 trimestres, seguida de un retorno a la previsión de referencia.

Mientras el MAG analizaba los costes del nuevo marco regulador durante el periodo de transición, un subgrupo del Comité de Basilea examinó el impacto económico a largo plazo (LEI) de las reformas, comparando costes y beneficios. Los costes emanaban principalmente de las mayores tasas de interés de los préstamos asociadas a un coste más elevado de la financiación bancaria. El grupo señaló que este mayor coste derivaba de un supuesto conservador introducido en el análisis, que ignoraba el hecho de que unos balances más solventes deberían reducir los costes de la financiación propia y ajena de los bancos, por lo que al menos se compensaría en parte el coste de mantener una mayor proporción de recursos propios frente a recursos ajenos. Otro supuesto conservador consistía en que cualquier aumento de los costes de la financiación bancaria se transmitiría íntegramente a las tasas de interés de los préstamos. Estos costes se cotejaron frente a una serie de beneficios, incluida una probable reducción de la frecuencia y gravedad de las crisis bancarias. El grupo observó que, históricamente, cualquier país dado sufre en promedio una crisis bancaria cada 20 o 25 años. Las estimaciones de las pérdidas descontadas de PIB acumuladas como resultado de las crisis bancarias difieren enormemente, pero su mediana es del 60% del PIB previo a la crisis. Así, por ejemplo, una reducción de 1 punto porcentual en la probabilidad de una crisis reportaría un beneficio de alrededor del 0,6% del PIB.

El grupo que elaboró el estudio LEI concluyó que, para una amplia gama de requerimientos mínimos de capital, los beneficios a largo plazo de unas mayores exigencias de capital y liquidez superan sustancialmente a los costes. La magnitud de los beneficios depende crucialmente de si, tras una crisis financiera, el PIB finalmente retorna al nivel que habría tenido si no se hubiera producido la crisis o bien se traslada permanentemente a una senda inferior. Si, como concluye la mayoría de los estudios, una crisis conlleva una caída relativa permanente del PIB, el beneficio neto de reducir el riesgo de una crisis debería ser consecuentemente mayor. (Ver Gráfico 12)

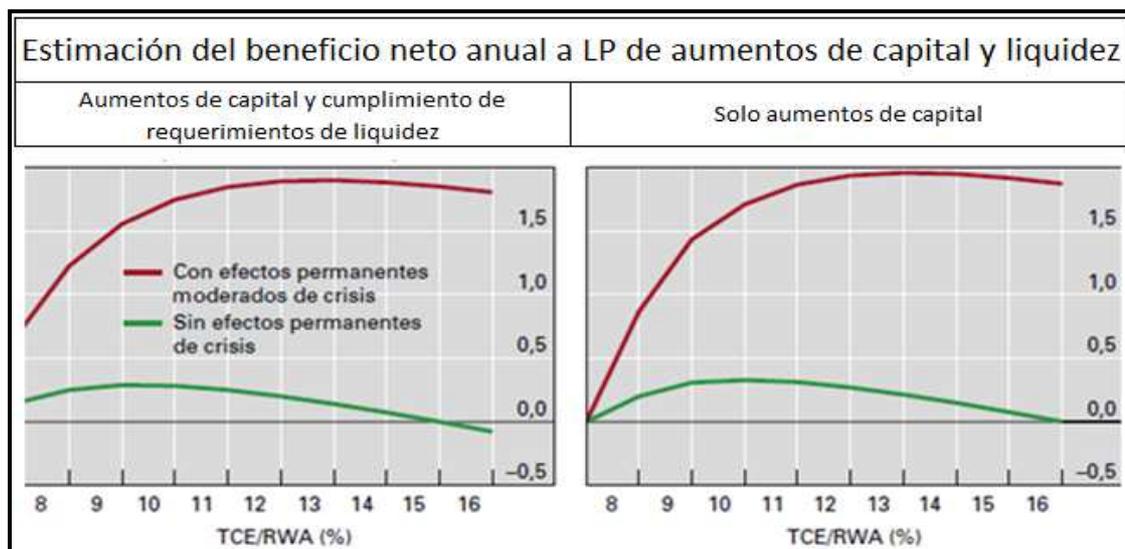


GRÁFICO 12. *Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

En combinación con otros análisis, los estudios LEI y del MAG resultaron fundamentales para que las autoridades adoptasen decisiones informadas, a saber, la prescripción de colchones mínimos relativamente elevados de capital y liquidez de alta calidad, aunque aplicados a lo largo de un dilatado periodo de transición. Ahora que las líneas básicas del marco internacional están definidas en lo esencial, los bancos han comenzado a ajustar sus balances y modelos de negocio a los nuevos requerimientos, al tiempo que el centro de atención en materia de regulación se ha desplazado a una serie de cuestiones complementarias.

2.2 Cambios drásticos en las valoraciones de las Agencias.

Desde que las agencias comenzaran a estar en el ojo del huracán, que fueran atacadas constantemente y más observadas que nunca, han decidido ser mucho más estrictas e intentar valorar a la baja para no encontrarse con casos como Enron o Lehman Brothers, que son los casos que les hacen perder reputación y credibilidad. Claro está, que todo esto solo sucede con los países o empresas que no figuran dentro de su lista de clientes. Sin embargo, hay voces que anuncian la creación de distintos departamentos dentro de la agencia para asegurarse que sus clientes (los emisores) también son vigilados para que no puedan dejar mal a la agencia. En definitiva, se han creado áreas que si ven que alguna empresa empieza a decaer, o se producen acciones para mejorarla, o se aparta de la lista de clientes y se le otorga una valoración negativa (rara vez suele suceder este caso).

¿Por qué son más estrictas las agencias? Es evidente que una de las causas que han llevado a tomar este tipo de decisiones han sido los errores constantes que se han ido produciendo durante la última década, donde han caído empresas que poseían una AAA. Ahora las agencias saben que están siendo muy observadas e incluso cuestionadas por los mismos inversores, y deben volver a ganarse la confianza. Para ello, hay que asegurar las valoraciones más bajas para reducir el riesgo de fracaso o error.

Si entramos en materia y nos preguntamos el porqué de estos cambios de valoración drásticos que se fueron produciendo durante año y medio, la razón la encontramos, en parte, en el párrafo anterior. Las agencias de rating sabían que las cosas iban bien durante los primeros años del siglo XXI: Los países tenían capacidad de financiación, cada vez se recaudaban más impuestos y a su vez los contribuyentes ganaban más dinero, el dinero fluía, los bancos ganaban lo que nunca habían ganado, los países y empresas se endeudaban y por lo tanto generaban aumento de su “negocio”, etc.

Así pues, las agencias de rating lo tenían bastante fácil, adjudicaban buenas valoraciones a todos los países y empres (con pequeñas excepciones) y todo seguía igual, a todo el mundo lo interesaba esa situación: Las agencias estaban encantadas por poder otorgar a sus clientes evaluaciones que rozaban o se situaban en la AAA, las empresas estaban muy bien valoradas, los países también, todos salían ganando.

Sin embargo, el problema empezó cuando se detectaron los problemas. Bien es cierto que las empresas producían, ganaban dinero y se endeudaban, pero nadie tuvo en cuenta que podía haber pequeñas contracciones en la economía que hicieran perder ese camino, y así fue. Las empresas y países tenían niveles de deuda altísimos que no podían devolver, empezaban a aumentar los índices de morosidad, muchas de las cuentas y libros de contabilidad estaban hinchados, y muchos otros síntomas que no se tuvieron en cuenta que podían suponer graves consecuencias y que ahora, empezaban a fluir. Así pues, de pequeñas contracciones que podía haber en la economía (por el caso de las subprime, por ejemplo) se pasó a una crisis de deuda soberana y privada que aumentó la problemática, tanto de países, empresa y agencias.

Las agencias, tenían un 80% de las empresas con notas superiores a A, y un 18% con notas superiores a BB. Así pues, había dos opciones:

- Reconocer que las evaluaciones se habían fijado teniendo en cuenta únicamente los ingresos y el crecimiento de la empresa.
- Reconocer que las valoraciones positivas no eran reales.
- Intentar disimular lo mejor posible y rebajar las notas de rating hasta situarlas “más o menos” en su lugar correcto.

Obviamente, las agencias de rating escogieron la tercera opción y no tuvieron más remedio que ir rebajando las notas semana tras semana hasta situarlas en sus lugares correspondientes. Es decir, las agencias, que están para prevenir y alertar a los inversores de lo que pasará en un futuro, estaban actuando después de que todo hubiera sucedido, con lo cual no supieron hacer su trabajo correctamente.

Así pues, durante año y medio las agencias se dedicaron, disimuladamente, a rebajar todas las evaluaciones, incluso llegando a rebajar entre 4 y 5 peldaños en menos de dos meses, lo cual denotaba un claro error por parte de la agencia.

Resumiendo, estos “cambios de valoración drásticos” que nosotros vemos son simplemente un ajuste necesario que las agencias de rating debían hacer para situar a las empresas y países en sus posiciones actuales y correctas y no dejarlas en sus evaluaciones pre-crisis. De todos modos, llevando a cabo dicha acción están asumiendo de forma indirecta que se equivocaron.

2.3 ¿Tienen intereses las agencias de rating?

- Tras haber analizado detenidamente conflictos dentro del sector, leyes regulatorias y nuevas normativas puestas en marcha, ahora nos preguntamos si existe algún tipo de interés más allá de lo económico por parte de las agencias de rating. Sus calificaciones en ciertos momentos del pasado y presente año han dejado bien claro cual es su objetivo. Actúan con dureza, reducen rating de forma constante para subsanar los errores del pasado, sin importarles la situación del país o de la empresa, amenazan, etc.
- Así pues, son muchas las preguntas que nos asaltan. ¿Son independientes las agencias de calificación? ¿Se hacen con criterios políticos? ¿Por qué no se abordado la creación de una agencia de calificación europea? ¿Son realmente un negocio las agencias de rating?

- Si hay algo que está claro es que este sector ha dado un vuelco en los últimos años y se ha dado cuenta del potencial económico que tenía. Las agencias de calificación nunca podrán decir que no tienen afán económico pues el nuevo modelo que se ha implementado en el sector es puramente recaudatorio. ¿Por qué? Pues sencillamente porque se utilizan los mismos métodos de medición que con el antiguo modelo de suscripción y sin embargo, ganan mucho más dinero y también ofrecen muchos más servicios auxiliares (o así lo llaman ellos).
- Respecto a si existen o no intereses políticos, diremos que no exactamente. Los propietarios de las tres grandes agencias de calificación son, a su vez, propietarios de grandes fondos de inversión norteamericanos. Durante estos últimos años se están produciendo incrementos excesivos en las primas de riesgo de la deuda soberana de la mayoría de países europeos, lo que sin duda está beneficiando a los fondos de inversión, que apostaron por el aumento de las primas de riesgo de los países europeos. A su vez, como se produce un aumento de la prima de riesgo, las agencias de calificación se ven obligadas a reducir los rating de estos países, lo que provoca que se encuentren inmersos en un bucle con difícil salida. Sin embargo, se les acusa de reducir el rating de forma poco gradual para incentivar mayores beneficios para sus “propietarios”. También lo ha puesto así de manifiesto la Comisión Europea en su última propuesta normativa al respecto. El siguiente gráfico (Gráfico 13) muestra ese bucle que provocan las agencias de rating, haciendo que una mala valoración a, por ejemplo, a la eurozona provoque un espiral negativo en las primas de riesgo de los países europeos.

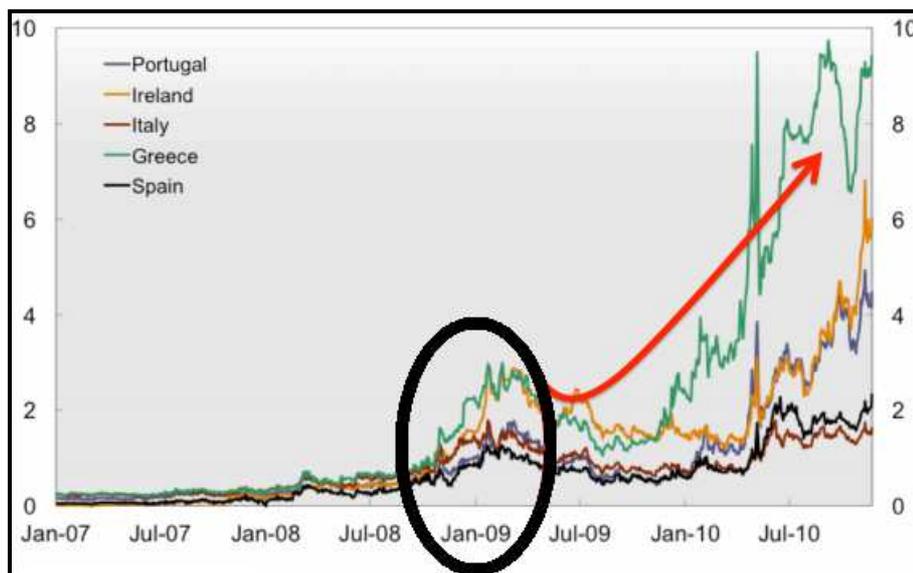


GRÁFICO 13. Fuente: Thomson Reuters

- Para evitar este tipo de problemas, se está pidiendo la creación de agencias de rating públicas. Sin embargo, estas no serían del todo independientes respecto a la valoración de los gobiernos, pues serían los propietarios de dichas agencias. Empezaría otra vez el círculo de intereses.
- Lo que sí es cierto, es que los inversores deberían no depender tanto de las evaluaciones que realizan las agencias de calificación, para que de esta forma no influyeran tanto en el mercado. Así se podría reducir la dependencia de los ratings.
- Así pues, podemos concluir que los llamados “ataques al euro” no son exactamente ataques al euro. Sencillamente son jugadas estratégicas que las tres agencias de rating más grandes, que dominan el 95% del mercado, y aliadas con muchos de sus auditados, han ido poniendo en práctica para aumentar su beneficio a base de rebajar el rating de la deuda soberana de los países europeos, que a su vez ha supuesto un duro golpe al euro.
- Sin embargo, si nos pusiéramos en el peor de los casos y realmente pensáramos que las agencias de rating, aliadas con instituciones públicas y privadas de Estados Unidos, tienen y tenían la intención de dañar al euro y hacerlo desaparecer, por supuesto que nosotros seríamos los primeros damnificados y supondría unos costes exagerados para Europa. Aún así, Estados Unidos también se venía afectado y sus exportaciones, por ejemplo,

se verían resentidas de forma brutal a favor de la mayoría de países de la Unión Europea, que veían devaluadas sus monedas nacionales a niveles históricos. Además, Estados Unidos vería rebajado su turismo en un porcentaje elevadísimo, las inversiones serían mínimas por parte de la Unión Europea, etc.

- Así pues, quedémonos con la siguiente frase que, sin duda, resume lo que está pasando en estos momentos con el conflicto que se ha originado respecto a la posibilidad de querer erradicar el euro: “La desaparición del euro no beneficiaría a Estados Unidos. Lo que realmente les funciona, es el miedo a que eso pase”

3. Reformas estructurales implementadas

Durante este documento hemos podido ver como las agencias de rating forman un oligopolio natural (y luchan para que siga siendo así) y tienen como función principal la reducción de “riesgos” para los inversionistas. Es decir, suponen una reducción en las asimetrías de información en los mercados financieros.

Además, hemos visto que el sector en cuestión carece de transparencia y de falta de competencia, lo que hace que se cometan errores tan grandes como el de Enron. Así pues, debido a esa falta de transparencia es necesario establecer regulaciones que ayuden a clarificar el sector y no sea todo tan oscuro. Lo mismo con la falta de competencia, que obliga a las autoridades a regular el mercado para que no se acentúe el oligopolio que se ha creado y se evite que las agencias aumenten, aún más, su poder.

Que en el sector del rating exista un oligopolio no es simplemente una situación que es mejor evitar para ciertos conflictos de intereses. Además, que exista un oligopolio genera consecuencias para el bienestar social del país. Es muy sencillo: Las agencias, al ser pocas, ponen precios muy por encima de los que serían los precios de mercado, es decir, ponen precios por encima de sus costes marginales, lo que provoca que ganen muchísimo dinero.

También, diversos estudios concluyeron en el año 2008 que la demanda de rating es totalmente inelástica, pues los emisores pagan no por el rating en sí, sino por el valor añadido que les puede aportar.

Otro de los factores que es necesario analizar en la existencia de este oligopolio es que, a largo plazo, se debe plantear si las agencias realmente tienen incentivos para hacer las cosas bien, para innovar e inventar nuevas metodologías para calcular el riesgo o crear metodologías para los nuevos productos que van saliendo al mercado.

Sin embargo, a pesar de que siempre se acusa a las agencias de rating de invertir poco en innovación, no es del todo cierto. Las agencias invierten, destinan incluso departamentos a crear nuevas metodologías para tratar de evaluar lo mejor posible a las empresas y países y de esta manera emitir rating lo más fieles posible. Lo que pasa, es que las agencias viven de su reputación, e introducir nuevas metodologías o entrar en nuevos mercados puede suponer un éxito rotundo o el fracaso más estrepitoso. Así pues, intentan dejar que sean las agencias de rating pequeñas las que prueben dichos sistemas innovadores (creados por las grandes) y si realmente funcionan pues más tarde lo pondrán en práctica las grandes.

Cuando las agencias de rating entraron en el mercado de los ratings del sector de las finanzas estructuradas hicieron eso mismo. Las agencias pequeñas pusieron en práctica una metodología de evaluación que realmente funcionó y posteriormente la terminaron aplicaron las grandes. Ahí nació la tercera grande, Fitch, que se creó de la fusión de pequeñas agencias y que tiene actualmente el 54% del sector de las finanzas estructuradas.

Además, siguiendo en la competencia o poca competencia que tienen las agencias, el poder de mercado que tienen Moody's y Standard and Poor's se traduce en comportamientos anticompetitivos. Se les acusa de:

- Emitir ratings no solicitados: Suelen estar basados en la información pública del emisor y son utilizados básicamente para presionar a los emisores, que se verían forzados a pagar por un rating que contenga también información privada y obtener una mejor valoración.
- El notching punitivo: Se trata de calificar directamente a la baja los rating de bonos de finanzas estructuradas que se usen en el activo de una nueva estructura si no han sido calificados por la misma agencia que se encarga de calificar la nueva estructura. Lo único que pretenden en este caso es que los emisores realicen todas sus operaciones con la misma agencia.

- Venta en lotes: Productos condicionados a la compra de otro.

En resumidas cuentas, la falta de innovación, la falta de transparencia que presenta el sector las actividades que realizan las agencias de calificación, la creación de un oligopolio y todo este tipo de problemas hacen que muchas veces califiquen a las agencias de cometer un abuso de posición de dominio.

3.1. La regulación del mercado

Tras una consecución de crisis bastante seguidas durante los últimos años, la clara evidencia de los errores que han ido cometiendo las agencias de rating y la pérdida de reputación que estas han ido acumulando, se pensó en la posibilidad de regular el mercado. Hubieron enfrentamientos entre reguladores, países y agencias día sí y día también. Sin embargo, lo que meses atrás era una simple idea, se convirtió en una realidad. Desde el año 2006 se han ido regulando de forma constante múltiples puntos del sector para tratar de mejorar y sanear la industria que nos ocupa.

Las medidas que se toman actualmente son cada vez menos locales o nacionales, se trata de crear regulaciones coordinadas entre la mayoría de países para establecer un mercado común. Las quiebras de Lehmans, Enron y Parmalat pusieron en aprieto a los reguladores y decidieron tomar cartas en el asunto. A través de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), se estudió y se debatió la situación de las agencias de rating.

Allá por el año 2006, la IOSCO quiso entrar “en son de paz” y tan solo difundió un documento en el que dictaminaba el buen funcionamiento de las agencias, inversores, emisores y reguladores, nada más. No se contemplaban sanciones ni tampoco pérdidas de valoración. Sin embargo, ya se estaba creando un precedente bastante importante en la industria.

Las normas básicas de conducta para las agencias eran las siguientes:

- Aseguren la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de ratings
- Independencia
- Evitar conflictos de interés

- Asumir responsabilidades ante los inversores y emisores aumentando la transparencia en sus metodologías y tratando de manera adecuada la información confidencial con que los emisores les proveen.

Dicho código lo último que quiere es establecer normas de cumplimiento obligatorio, pues de esta forma las agencias se hubieran sentido presionadas y probablemente se hubiera iniciado un conflicto bastante acentuado. Sin embargo, recomienda que las agencias adopten las reglas propuestas en el código como parte de sus códigos habituales de conducta. Se deja la obligatoriedad de cumplimiento al mercado o a los reguladores nacionales. De hecho, hay gobiernos que si han acogido el código como una obligatoriedad en el sector.

La IOSCO, a su vez, puso de manifiesto que si bien no era necesario llevar a cabo dicho código de conducta, como consecuencia de no acatarlo se debía presentar y hacer público los métodos que la agencia llevaba a cabo para cumplir los objetivos establecidos, que si eran obligatorios, y si se iban a cumplir igualmente los objetivos que ha propuesto la Organización Internacional de Mercados de Valores.

Posteriormente, los reguladores europeos, estadounidenses y los propios países se decantaron por establecer medidas de obligado cumplimiento y empezaron a imponer normas más estrictas en el sector.

3.1.1. Estados Unidos de América

Hasta el año 2002, año en el que se produjo la quiebra financiera de la Corporación Enron, tan sonada en aquellos años, y la consecuente alarma social, el gobierno de los Estados Unidos promulgó la Sarbanes-Oxley Act, la primera regulación y supervisión directa de la historia por parte del estado en la industria del rating.

Estados Unidos siempre ha utilizado a las agencias de rating y sus productos financieros como inputs para regulaciones financieras. Los ratings nacieron precisamente para eso, para salvaguardar la estabilidad financiera de los años 30 y para proteger a inversores de IIC (Instituciones de inversión colectiva) y fondos de pensiones. La mayoría de estas reglas consistían en obligar a las entidades de crédito, IIC y fondos de pensiones a invertir en productos con rating igual o superior a un límite prefijado. A raíz de esta regulación se acuñó el término investment grade para designar a los valores con un rating BBB- o superior.

A causa de la crisis crediticia que se produjo durante el 1975 y 1976, el gobierno de los Estados Unidos volvió a reformar el sector, esta vez para utilizar los rating en la regulación financiera. Concretamente, se empezaron a utilizar los rating para

establecer unos requerimientos de capital mínimos para los intermediarios de los mercados de valores y las entidades de crédito.

Choca bastante saber que la SEC (Securities and Exchange Commission) creó un sistema llamado NRSRO que consistía en que solo las agencias que conseguían ascender al estatus NRSRO (National Registered Statistical Rating Organization) podían emitir rating para ser usados en la regulación financiera. Lo realmente positivo, es que el estatus NRSRO solo se podía conseguir mediante la buena reputación, es decir, haciendo bien su trabajo. Así pues, las agencias se dedicaban más que nunca a emitir valoraciones objetivas, intentar mejorar su reputación, no verse envuelta en conflictos de interés, etc. Es inevitable preguntarse ¿Y si hubieran impuesto esta normativa en Europa durante el siglo XXI? ¿Hubiera sucedido todo lo que ha sucedido? ¿Y si se hubiera mantenido en Estados Unidos durante más tiempo?

Los criterios de registro usados por la SEC no eran transparentes, de hecho nunca se publicaron los criterios específicos que debía cumplir una agencia para alcanzar el reconocimiento NRSRO. Los únicos criterios conocidos eran genéricos: Los ratings de la agencia debían ser fiables, creíbles y ser ampliamente usados por el mercado. Para convertirse en NRSRO, la agencia debía disponer de un reconocimiento del mercado. Esto hizo que este mecanismo se volviera muy rígido. Sin embargo había un error, cuando una agencia conseguía el estatus NRSRO no se le podía volver a retirar.

Probablemente el sistema contenía fallos estructurales que permitía a las agencias “comportarse” durante un periodo de tiempo y una vez conseguido el estatus de NRSRO, dejar de hacer las cosas bien. Sin embargo, habían encontrado el camino.

La introducción del proceso de registro trajo consigo una segmentación en la industria del rating. Aparte de la SEC, otros reguladores, tanto federales como estatales, decidieron admitir en sus regulaciones sólo ratings provenientes de agencias NRSRO. Las agencias de rating registradas en la SEC tenían una ventaja competitiva al aportar a sus rating un valor añadido por ser válidos para el cumplimiento regulatorio.

A principios de los años ochenta había siete agencias de rating registradas. Sin embargo, debido a fusiones y adquisiciones, este número se redujo a tres durante los años noventa. Durante años, tres agencias, Moody's, Standard and Poor's y Fitch coparon casi el 100% de la cuota de mercado. El carácter de oligopolio natural

de la industria, unido a la dificultad de obtener un NRSRO, perpetuaba esta situación.

Durante la época de los 90 las agencias llevaban años acomodadas y empezaron a contemplar modelos de negocio alternativos que podían hacer incrementar su cuenta de resultados. Aquí nació la modalidad “pago-emisión”.

A medianos de la primera década del siglo XXI, y debido a que la ley Sarbanes-Oxley promulgada en 2002 había quedado obsoleta, se creó la Credit Rating Agency Reform Act entre 2006 y 2007.

Según informe publicado por la SEC en enero de 2011, en cumplimiento de la Credit Rating Agency Reform Act. de 2006, se puede apreciar la evidente concentración del sector y otros datos de interés, los cuales se han podido obtener gracias a la política de NRSRO, que permite controlar y registrar todas las actuaciones de las CRAs en Estados Unidos. Este informe cubre el periodo del 26 de Junio de 2009 a 25 de junio de 2010.

NRSRO	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total x NRSRO	%
S&P	52.500	8.600	41.400	124.600	1.004.500	1.231.600	42,38%
Moody's	76.801	5.455	31.008	106.337	862.240	1.081.841	37,23%
Fitch	72.311	4.599	12.613	69.515	352.697	511.735	17,61%
DBRS	16.630	120	5.350	8.430	12.400	42.930	1,48%
LACE	17.263	60	1.000	-	61	18.384	0,63%
Realpoint	-	-	-	8.856	-	8.856	0,30%
A.M. Best	3	5.364	2.246	54	-	7.667	0,26%
EJR	82	45	853	14	13	1.007	0,03%
R&I	100	30	543	186	123	982	0,03%
JCR	156	31	518	64	53	822	0,03%
Total x Clase	235.846	24.304	95.531	318.056	2.232.087	2.905.824	100,00%

TABLA 5. Fuente: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Año 2009.

Con la Credit Rating Agency reform Act, el marco regulatorio que afecta a las agencias de rating se reformó de manera radical, si bien no entró completamente en vigor hasta finales del año 2008. Esta Ley ha supuesto el cambio de regulación que afecta a las agencias de rating por la SEC como válidas para emitir rating para un uso regulatorio y la apuesta que supone esta ley hacia una supervisión directa de las agencias. Esto supone alejamiento de la autorregulación propuesta en el Código de Conducta de IOSCO.

Los efectos a largo plazo que esta ley va a tener en la industria se desconocen a día de hoy. Por ello, esta ley se analizará anualmente con posibles soluciones regulatorias que se pueden implementar (y que luego veremos) para mejorar el funcionamiento actual de la industria de las agencias de rating. A corto plazo, ha habido un aumento del número de agencias de rating reconocidas por la SEC. Actualmente su número es nueve:

- Moody's Investor Service
- Standard and Poor's
- Fitch Ratings
- A.M Best Company
- Dominion Bond Rating Service
- Japan Credit Rating Agency
- R&I
- Egan-Jones Rating Company
- LACE Financial

3.1.2. Unión Europea

Europa siempre ha ido un paso atrás con respecto a Estados Unidos, siempre hablando del sector del rating. En Europa no se tiene tanta tradición, ni se han utilizado tanto como input para realizar regulaciones financieras. Sin embargo, en las últimas décadas, cada vez tiene más importancia dicho sector, hasta que nos ha explotado en la cara. Los colapsos de Enron, Parmalat y Lehman Brothers también obligaron a Europa a discutir sobre si era necesario regular a las agencias de rating. En febrero de 2004, el Parlamento de la Unión Europea requirió a la Comisión una resolución sobre si las agencias debían ser reguladas y, en caso afirmativo, de qué manera. La Comisión, después de realizar diferentes sondeos y recurrir a informes de banca privada, agentes independientes y empresas especializadas, determinó que era mejor establecer una solución no legislativa que se basara en la autorregulación, es decir, que no se hiciera nada. Sin embargo, el parlamento de la U.E era partidario de realizar una regulación directa. Al final, evaluando las dos posturas, se decidió establecer y adoptar el código de conducta que presentaba la IOSCO.

A efectos prácticos, Europa no estableció ninguna regulación obligatoria que realmente regulara las actividades de las agencias.

Sin embargo, países como Francia decidieron establecer medidas regulatorias para el sector del rating y endurecieron la legislación. La Ley de Sécurité Financière de 2004 establece que el mandato de que la Autorité des Marchés Financiers (AMF) haga público anualmente mediante un informe el papel de las agencias, sus reglas éticas, la transparencia de sus métodos y el impacto de sus actividades sobre los emisores y los mercados financieros. Así pues, Francia creaba precedente en Europa.

Por parte de España, también tiene su propia autorregulación. La Ley 19/1992, de 7 de Julio sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria establece en el artículo 5, sección 8 que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo de titulación hipotecario debe ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV cuando coticen en un mercado oficial. Sin este reconocimiento no es posible que una agencia califique una emisión de titulación que cotiza en un mercado oficial. En este caso, un regulador ha delegado la evaluación del riesgo de crédito de este tipo de productos en las agencias. Esta regulación deja a la CNMV la potestad de elegir a las agencias siguiendo sus propios criterios, que tengan la suficiente calidad para emitir ratings que reflejen fielmente los riesgos involucrados en los fondos. La CNMV tiene reconocidas Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

Tal y como comentábamos anteriormente, Europa apenas tiene tradición en el sector de los ratings. Sin embargo, los últimos años y los graves errores que se han producido dentro de la industria han obligado a cambiar la mentalidad con la entrada de Basilea II. En Basilea II se decidió que en uno de los métodos, el método estándar, las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio usando como input los ratings de los valores y de los deudores que tenían en cartera. Basilea II se ha implementado en la Unión Europea a través de la directiva 2006/48/CE del parlamento europeo y del consejo aprobado en 2009 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito. En esta Directiva se establecen las normas que las agencias de calificación crediticia deben cumplir para que los ratings que emiten sean válidos en el cálculo regulatorio de las entidades. A las agencias que cumplen los requisitos de la directiva se las denomina External Credit Assessment Institutions (ECAI).

Los requisitos indispensables que las agencias deben cumplir sin excepción aparecen en el anexo 6 de la Directiva y allí se enumera uno por uno cuales son estos requisitos para poder llegar a alcanzar el estatus de ECAI. Por lo que se

refiere al proceso que se debe seguir para registrar a las agencias, se lleva a cabo de forma nacional, es decir las autoridades competentes de la supervisión bancaria y de empresas de servicios de inversión de cada país. Esto debe a que los ratings de las agencias ECAI también son usados en el cálculo del capital regulatorio de las empresas de servicios de inversión.

Las autoridades mencionadas anteriormente se darán un plazo entre 2 y 12 meses para poder evaluar si realmente una agencia de calificación merece otorgarle el estatus de ECAI. Se evaluará que las opiniones de la agencia sean objetivas, los métodos que utilizan, el porcentaje de riesgo, la reputación de la agencia, el reconocimiento de mercado, la fiabilidad, la credibilidad, el accionariado y si este es también cliente de la empresa, etc.

La evaluación de la credibilidad se basa en los siguientes factores:

- La cuota de mercado de la candidata a ECAI.
- Los ingresos generados por la candidata y, en general, los recursos financieros de la agencia.
- La utilización en los mercados de las calificaciones crediticias de la candidata para la fijación de precios.
- La utilización de las calificaciones crediticias de ECAI por, al menos, dos entidades de crédito para la emisión de bonos y/o la calificación de sus riesgos crediticios.

Después de leer todas las regulaciones que se han ido produciendo, es inevitable – Seguramente les pasará lo mismo- pensar que el sistema ECAI tiene muchos puntos en común con el antiguo y Estadounidense NRSRO. ECAI tiene como objetivo que las entidades de crédito tengan una calidad excelente, para ello tratan de que los rating que se usan en el cálculo de capital sean satisfactorios. También se parecen básicamente porque ambos intentan que las agencias emitan valoraciones fiables, creíbles y objetivas. Además, ECAI parece ser igual que el antiguo NRSRO incluso en su error, pues parece que una vez conseguido el estatus ECAI parece difícil que se le pueda quitar dicho estatus. Sin embargo, la Directiva ha previsto un mecanismo por el que los supervisores deben comprobar la calidad de los ratings de las agencias ECAI mediante métodos estadísticos. Si una agencia ofreciera una probabilidad de fallido en sus ratings mayor que la media de las otras agencias, las autoridades harían que la entidad aumentara su capital regulatorio debido a los activos calificados por esa agencia. Esta medida hace que el valor regulatorio de los ratings de las agencias ECAI dependa de la calidad de sus ratings. Esto, en teoría,

tendrá como consecuencia que bajo el sistema ECAI el mecanismo de la reputación funcione mejor que bajo el antiguo sistema de NRSRO.

Meses más tarde, la Comisión Europea determinó la necesidad de crear una nueva institución reguladora y de ahí nació la Autoridad Europea de Mercados Financieros, actual supervisor de las agencias de calificación.

En España la autoridad encargada de otorgar el registro ECAI es el Banco de España y también la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Existen cuatro agencias registradas por el Banco de España, y son:

- Moody's
- Standard and Poor's
- Fitch
- Dominion Bond Rating Services

La CNMV registró a las tres primeras, encontrándose Dominion Bond Rating Services pendiente de decisión. Meses más tarde, DBSR fue registrada. Finalmente, hay que destacar que ni en Europa ni en Estados Unidos se ha llevado a cabo ningún tipo de regulación que trate de mejorar el segundo de los fallos de mercado presentes en la industria, la competencia imperfecta.

3.2. Propuestas de regulación

- La Credit Rating Agency Reform Act estableció un sistema que permitía a las agencias de calificación emitir ratings que sirvieran como inputs para regulaciones financieras. Este sistema se puso en práctica durante el 2009 y se les exige coherencia estadística, medidas que prueben el acierto y tres años de actividad que certifiquen lo anteriormente mencionado.

Además, la SEC establece que las agencias deben enviar sus 20 clientes más importantes, las metodologías empleadas para evaluar y las políticas que sigue la agencia para evitar conflictos de interés. Si bien es cierto que se garantizan una serie de medidas mínimas para que el sector se vaya saneando y volviendo más transparente, la Credit Rating Agency Reform Act establece que debería acordarse una regulación más estricta y debería crearse al menos otra agencia de rating impulsada con financiación pública a fin de introducir competencia en el mercado.

A continuación, el cuadro que se adjunta muestra las diferentes opciones regulatorias que tanto Europa como Estados Unidos han puesto en vigor respecto a las agencias de rating.

Operaciones regulatorias que afectan a las agencias de rating en Estados Unidos y Europa		
	Estados Unidos	Europa
Prsición de las autoridades ante la competencia imperfecta dentro de la industria	Posición Activa	Posición Neutral
Sistema de reconocimiento de las agencias para el uso de los ratings en la regulación financiera	Sistema de registro (Nuevo sistema NRSRO)	Sistema de Designación (Sistema ECAI)
Uso de ratings en la regulación financiera	La regulación financiera está basada en gran parte en los ratings como input	Uso en la regulación bancaria (Basilea II). Algunos países tienen un uso más extendido.
Responsabilidad civil de las agencias	Gran protección debido a la primera enmienda. Tendencia a revisar esta protección.	Gran protección frente a una posible responsabilidad civil
Forma de regulación de las agencias	Supervisión directa de la SEC	Autorregulación.

TABLA 6. Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores. Elaboración propia.

- Debido a la crisis subprime, IOSCO ha publicado las reformas que se introducirán en el Código. La principal conclusión del IOSCO es que mantiene su postura de que las agencias se autorregulen, si bien aboga por que las agencias introduzcan más transparencia. El Código pretende que las agencias informen en lugar destacado de sus páginas web sobre sus metodologías y su propio Código de Conducta y que den información sobre el comportamiento histórico de sus ratings.
 - Dicha reforma incluye tres aspectos:
 - En la integridad y la calidad de procesos que las agencias siguen para emitir sus ratings
 - En la independencia y en las medidas para evitar conflictos de interés
 - En las responsabilidades que las agencias tienen con los emisores y los inversores.

Dicho código intentará alcanzar sus objetivos siempre que las agencias se presten al cumplimiento de ciertas medidas concretas. Cabe decir, que en la mayoría de países ya es de obligado cumplimiento. Algunas medidas pretenden fomentan la transparencia dentro del sector, como puede ser la descripción pública de las metodologías que las agencias emplean. Este tipo

de medidas puede ayudar a mejorar la calidad de los ratings y a evitar conflictos de interés, al ser más difícil para las agencias desviarse de las metodologías o al ver cómo se deteriora a largo plazo el comportamiento de sus ratings.

Al final, se propuso ir un paso más adelante y no tan solo dejar el sector a la deriva de la autorregulación, que al fin y al cabo era seguir haciendo todo lo que se había hecho hasta ahora. Se planteó la creación de un organismo de carácter internacional que contralara a las agencias, sus métodos de evaluación y en definitiva que marcara los estándares de la industria. Sería el encargado de comprobar el grado de cumplimiento por parte de las agencias de los estándares internacionales a través de la transparencia y de la publicidad de las malas conductas y del comportamiento histórico de los ratings de las agencias. Con este organismo, si una agencia se desviase de los estándares propuesto sería más fácil que fuera detectada y penalizada por el mercado, lo que disminuiría sus beneficios. Suponía un cambio y parecía coherente pues con esta medida más el código de conducta de la IOSCO, era un gran avance. Durante los meses siguientes no se pusieron de acuerdo y parecía que la Comisión Europea reulaba día si y día también.

Finalmente, en 2010, se aprueba una nueva norma que no tiene como prioridad la creación de un organismo regulador, sino la adopción por parte de las agencias de medidas para asegurar la calidad de los ratings que emiten. Además, las agencias deberán ser registradas en un registro oficial si estos ratings se quieren utilizar para regulaciones financieras. También es indispensable figurar en el ECAI para poder ser utilizado un rating para regulaciones financieras.

Durante el año 2011 se reabrió de nuevo el debate de si era necesario crear un regulador europeo destinado únicamente a controlar la actividad de las agencias. Meses más tarde, casi en el año 2012, se creó la ESMA (Autoridad Europea de Mercados Financieros). Si bien la Comisión Nacional del Mercado de Valores, viene supervisando a las agencias de calificación crediticia y de riesgo, siguiendo la actual normativa comunitaria, dicho reglamento europeo fija y exige que los Estados miembros deben establecer el tipo de régimen sobre las sanciones que deben aplicarse a los que no respeten la normativa así como el que se adopten una serie de medidas que puedan garantizar su efectiva aplicación por lo que queda establecido los estándares y sanciones.

Por otro lado, el profesor del Instituto de Estudios Bursátiles, el Sr. Jesús Hernando Sarria, justificado público durante los últimos años su rechazo al actual sistema de regulación que se está produciendo. Él, aporta problemas y soluciones:

Problema	Falta de Competencia y Estructura del Sector
Propuestas	Mantener igualdad de condiciones e impedir el arbitraje regulatorio, manteniendo a la vez los mercados abiertos
	Establecer un marco regulador eficaz que facilite la entrada al mercado y analizar en profundidad todos los factores que obstaculizan actualmente dicha entrada
	destacar que más competencia no implica mayor calidad de forma automática
	evitar la búsqueda de calificaciones más favorables "rating shopping"
	Propuesta de una Fundación Europea de Calificación Crediticia
	Propuesta de una estructura de Gobierno de una Red de Agencias Europeas de Calificación, con el propósito de provechar los recursos existentes. Esto debe ser promovido por el propio sector

TABLA 7. Fuente: Instituto de estudios bursátiles

Problema	Excesiva dependencia
Propuestas	Reducir en todo lo posible y en un plazo realista la excesiva dependencia existente sobre las calificaciones de las CRAs en el sistema regulatorio financiero mundial.
	Apoyar la utilización en mayor medida del método IRB (basado en calificaciones internas), siempre que sea fiable y seguro y que el tamaño, la capacidad y la complejidad de la entidad financiera lo permitan.
	Adecuar una rigurosa validación supervisora de dichos modelos.

TABLA 8. Fuente: Instituto de estudios bursátiles

Problema	Responsabilidad y Transparencia
Propuestas	Mayor grado de divulgación de información sobre la metodología de calificación en el ámbito de los instrumentos financieros estructurados
	Análisis, advertencias, e informes de situación que publican las CRAs, A parte de sus calificaciones deberá, divulgarse bajo criterios y protocolos previamente establecidos en aras de la transparencia y la confidencialidad.
	Mayor disponibilidad de información que exigirá tanto la CE como los Reguladores Locales sobre los productos estructurados que se comercializan por parte de las entidades financieras
	Reforzar la transparencia en los procesos de calificación y auditoría interna
	Que se ejerza un mayor control sobre las CRAs y que las autoridades de supervisión nacionales supervisen con mayor firmeza el uso y la dependencia de las calificaciones por parte de las entidades financieras.
	Si las calificaciones externas tienen un fin regulatorio, no deben considerarse como simples opiniones, por lo que las CRAs deben responder de la aplicación coherente de sus metodologías.

TABLA 9. Fuente: Instituto de estudios bursátiles

Problema	Modelo de pago
Propuestas	Análisis del posibles modelos alternativos “inversor-pagador”, “suscripción” o “por prestaciones”, para reducir la propensión de las calificaciones a los conflictos de intereses
	Potencializar y vigilar la buena gobernanza de las CRAs. Exigencia de una total transparencia en cuanto a dicha estructura
	Limitar los servicios de asesorías por parte de las CRAs.

TABLA 10. Fuente: Instituto de estudios bursátiles

Conclusión

Desde prácticamente su nacimiento, las agencias de rating han obtenido siempre una credibilidad muy alta por parte de los financieros, llegándose a convertir en la primera fuente de información para quienes invertían en deuda pública o privada.

Sin embargo, desde la primera crisis en Asia durante el 1997 y la actual crisis económica que azota principalmente la zona euro, las agencias han sido muy cuestionadas debido a la calificación otorgada a según qué productos estructurados. Además, las propias agencias se han terminado delatando cuando han tenido que reducir las calificaciones de dichos productos en un espacio de tiempo muy corto.

Esta incredulidad que se han ido ganando las agencias de calificación no es fortuita, existen muchas causas que la han ido provocando.

- La inexistencia de una regulación ha supuesto que las agencias de rating pudieran encaminar su negocio hacia donde consideraban más “económicamente apetecible”. Además, fue justo al implantar el sistema “Pago-emisor” cuando empezaron a surgir todas las dudas acerca de este tipo de compañías. Antes, poseían una reputación prácticamente irrefutable.
- Si bien es cierto que las calificaciones consentidas estaban realizadas mediante los informes que la empresa presentaba, las calificaciones no consentidas se realizaban con informaciones totalmente ajenas a la compañía auditada, lo que supone que la nota no corresponda con la imagen fiel de las cuentas de la compañía.
- El modelo “pago-emisor” ha supuesto un conflicto de intereses que traía consigo un aumento exagerado de los ratings de las compañías auditadas.
- Los modelos de evaluación siempre han traído disputas y nunca se han mostrado públicamente, lo que genera desconfianza.
- Los inversores han otorgado a las agencias de calificación el estatus de “semidioses”, lo que ha provocado que estas se hayan sentido intocables y hayan actuado según sus intereses.

De ningún modo se intenta justificar la actuación de las agencias de rating, que han realizado actuaciones imperdonables durante los últimos años. Sin embargo, si bien es cierto que las agencias han inflado las calificaciones de sus clientes, también es

cierto que no son las agencias las únicas culpables de todo lo ocurrido: Los emisores facilitaban informaciones falsificadas, los reguladores hacían caso omiso a las predicciones de los expertos del Banco de España, que alertaba de una sobrevaloración, etc.

Desde un punto de vista objetivo, podemos comprobar que cuando las agencias cambiaron el sistema tradicional de “suscripción” por el de “pago-emisor” para aumentar sus beneficios, han sido los emisores de deuda quienes han propiciado que las calificaciones fueran excesivamente altas, pues si no les otorgaban la mejor calificación, se iban a otra agencia que les garantizaba mejor nota.

Otro de los aspectos que suponen un quebradero de cabeza para cualquier persona que decide indagar sobre el mundo de las agencias de rating son las metodologías aplicadas. Realmente existe un claro consenso entre todos aquellos que estudian dichas metodologías y es que son poco transparentes, no ofrecen ningún tipo de garantía de calidad y son cuanto menos imprecisas. Las tres grandes, que supuestamente son grandes rivales, se reúnen periódicamente para asignar calificaciones parecidas y no dejarse mal unas a otras, lo que denota una clara evidencia de que las metodologías que utilizan unas y otras son totalmente distintas. Y al no fiarse de su propio rating, las agencias tratan de no desviarse de lo que hacen sus rivales para no ver comprometida su reputación en el caso de fallar.

Otro de los problemas que existe en la industria es la falta de competencia, existen tres agencias que copan el 90% del mercado mundial, y otras tres que se reparten casi el 10% restante. De esta forma e imponiendo barreras de entrada tan altas, se ha creado un oligopolio que se ha traducido en falta de innovación y menos inversión en nuevas metodologías, pues las agencias no tienen incentivos para mejorar.

Gran parte de los fallos cometidos se han producido desde que se empezaron a utilizar a los ratings como fundamentos estadísticos suficientes para realizar sus inversiones. Las agencias de calificación poseían prácticamente la capacidad de que los inversores apostaran por las compañías que ellas mismas querían. Así pues, se convertía en un círculo vicioso: Cuando la agencia puntuaba positivamente a una compañía, la gente invertía en ella y esta seguía emitiendo deuda y seguía creciendo. Cuando las agencias valoraban mal a una compañía, la empresa se hundía, hasta que la crisis económica rompió el círculo vicioso y dejó al descubierto que las grandes compañías que estaban tan bien valoradas, realmente no estaban tan bien.

La comisión nacional del mercado de valores (CNMV) presentó en el año 2010 una propuesta para la creación de un organismo regulador. Sus funciones serían dos:

- Creación de pautas básicas a seguir por las agencias en materia de transparencia, calidad de los ratings y conflictos de interés. En la elaboración de estas pautas deberían intervenir todos los agentes a los que afecta la emisión de ratings: emisores, inversores, reguladores y las propias agencias de rating.
- La segunda función sería dar publicidad a la calidad de los ratings de las distintas agencias mediante la publicación periódica de tablas estadísticas donde se describiera el comportamiento de los ratings a corto, medio y largo plazo.

Aún y con la creación de este sistema internacional, se mantendrían las regulaciones nacionales así como el NRSRO y el ECAI, dos regulaciones con claros incentivos para realizar las cosas de forma correcta. Cabe decir también, que el NRSRO es un sistema regulatorio más avanzado que el ECAI, pues además de que cualquier agencia de calificación puede optar a formar parte del NRSRO si tiene más de tres años de antigüedad, también es cierto que si se demuestra que una agencia tiene unos ratings de baja calidad pierde la condición de NRSRO. Vinculando la condición de NRSRO a la calidad de los ratings de las agencias se proporcionan incentivos correctos para que estas emitan ratios de máxima calidad.

Algo similar ha debido pensar la Comisión Europea cuando ha en uno de sus últimos dictámenes referentes a las agencias de calificación, ha presentado una propuesta de regulación para dicho sistema que se basa en:

- Presentación de metodologías anualmente
- Supervisión directa y detallada por un “supervisor” europeo
- Control en la transparencia de los ratings, de sus recisiones y de las revisiones de sus criterios.
- Obligación por parte de las agencias cuyos ratings sean utilizados con propósitos regulatorios y la posibilidad de ser dadas de baja del registro si dejan de cumplir los requisitos establecidos en el reglamento.

Para terminar, y centrándonos sobre todo en los últimos cinco años, es necesario hacer hincapié en el protagonismo que los ratings han tenido durante la crisis subprime, que ha dejado en entredicho la función de los reguladores financieros. Los reguladores son necesarios y deben poner orden en el mercado para evitar problemas como los que se han ido viendo en la última etapa económica:

- El comportamiento de muchos inversores de productos estructurados que han usado exclusivamente el rating como parámetro clave para determinar sus inversiones. Esto es especialmente relevante en el caso de gestoras de IIC (Instituciones de inversión colectiva) y fondos de pensiones, por representar en muchos casos a minoristas. Sería conveniente que este tipo de inversores realizaran análisis más pormenorizados antes de efectuar sus inversiones.
- Muchos de los productos estructurados se han diseñado como productos de arbitraje regulatorio. Se debería revisar si los nuevos productos que crea la ingeniería financiera deben recibir el mismo trato regulatorio que los productos tradicionales.

Bibliografía

EUROPEAN CENTRAL BANK. Informe Documentación: *The great financial crisis*. Frankfurt am Main: Germany, 2010.

DEUTSCHE BANK AG. Informe documentación: *Marco prudencial de la supervisión financiera en los Estados Unidos de América*. Frankfurt am Main: Bernhard Speyer, 2012.

Cordell, Larry; Huang, Yilin; Williams, Meredith. Informe documental: *Daño colateral: La crisis Subprime*. Philadelphia: Working papers (Federal Reserve Bank of Philadelphia), 2011.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: Informe documentación: *Reforma de la regulación financiera: logros, dificultades y perspectivas*. Basilea, Suiza: BPI, 2011.

Levine, Ross. Informe documentación: *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*. Basilea, Suiza: BPI, 2011.

Gorton, Gary. *Information, Liquidity and the Panic of 2007*. American Economic Review. *Papers and Proceeding*. 567-572. 2009

Losada López, Ramiro. Informe documentación: *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Madrid: Comisión nacional del mercado de valores, 2009

España, Antonio. El confidencial.com. *Las agencias de rating y los gobiernos: ni contigo ni sin ti*. Recuperado 25 Septiembre 2012, desde <http://www.elconfidencial.com/opinion/monetae-mutatione/2012/01/24/las-agencias-de-rating-y-los-gobiernos-ni-contigo-ni-sin-ti-8609/>

Vilariño Sanz, Ángel; Alonso Gallo, Nuria; Trillo del Pozo, David. Informe documentación: *Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea, 2010*.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*. Banco de Pagos Internacionales. 2006

Anexo

Abreviaturas más comunes

CET1: Common equity tier capital

FSB: Consejo de Estabilidad Financiera

MAG: Grupo de Evaluación Macroeconómica

LEI: Impacto económico a largo plazo

IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores

NRSRO: National Registered Statistical Rating Organization

SEC: Securities and Exchange Commission

CRARA: Credit Rating Agency Reform Act

AMF: Autorité des Marchés Financiers

ECAI: External Credit Assessment Institutions

ESMA: Autoridad Europea de Mercados Financieros

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CESE: Comité Económico y Social de la Unión Europea

FMI: Fondo Monetario Europeo

MBS: Mortgage Backed Securities (Valores respaldados por hipotecas)

S&P: Standard & Poors

BIS: Bank for International Settlements

CII: Instituciones de Inversión Colectiva

