



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Marketing e Investigación de Mercados

Los ratings de las agencias de calificación en los mercados financieros internacionales

Presentado por:

Francisco Pajares Blánquez

Tutelado por:

M^a Isabel Campos López

Valladolid, 18 de abril de 2017

1.	INTRODUCCIÓN	3
2.	AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	5
2.1	HISTORIA	5
2.2	QUIÉNES SON Y A QUIÉN PERTENECEN	8
2.2.1	Standard and Poor's	8
2.2.2	Moody's.....	14
2.2.3	Fitch.....	16
2.3	LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS.....	19
2.3.1	LAS CALIFICACIONES EMPLEADAS.....	20
2.3.2	LOS CRITERIOS DE CALIFICACIÓN	21
3.	CONTROVERSIA EN SUS CALIFICACIONES	23
3.1	CRISIS ASIÁTICA DE 1997.....	23
3.2.	EL CASO ENRON	25
3.3.	CRISIS <i>SUBPRIME</i>	27
4.	REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN.....	30
4.1	PRECEDENTES A LA CRISIS FINANCIERA DE 2008.....	30
4.2	REGULACIÓN EUROPEA.....	31
4.3	REGULACIÓN ESPAÑOLA.....	34
5.	POSIBLES ALTERNATIVAS A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	35
5.1	MEDIDAS PARA GARANTIZAR CALIFICACIONES VOLUNTARIAS E INDEPENDIENTES ..	35
5.2	AUMENTAR EL NÚMERO DE PARTICIPANTES NO AMERICANOS EN EL MERCADO DE CALIFICACIONES	39
5.2.1	Agencia china: Dagong	40
5.2.2	Agencia europea de calificación: una tarea a desarrollar	45
6.	CONCLUSIONES	47
7.	BIBLIOGRAFÍA.....	49
8.	ANEXO I	53

RESUMEN

En la última década el mercado financiero internacional ha experimentado una de las crisis económicas más potentes desde el crack de 1929, lo que choca con la corriente de bonanza que arrastraba hasta entonces. Todo ello derivó en un profundo derrumbe de la economía a nivel mundial del que hoy en día seguimos recuperándonos.

Uno de los principales participantes en los mercados son las agencias de calificación crediticia, encargadas de proporcionar evaluaciones de los emisores de diferentes productos financieros, siendo las calificaciones de deuda soberana y los análisis económico-financieros de las grandes compañías sus primordiales campos de trabajo.

A lo largo de este trabajo se expone el comportamiento de estas agencias desde sus orígenes históricos hasta la actualidad para obtener datos relevantes que nos lleven a reflexionar sobre su responsabilidad en el desplome de los mercados financieros, así como sobre las medidas que los gobiernos pueden tomar para evitar futuras perturbaciones en el mercado financiero internacional.

PALABRAS CLAVE: agencias de calificación, *rating*, crisis económica, crisis financiera, mercados, regulación, supervisión.

CLASIFICACIÓN JEL: G01, G24, G28.

ABSTRACT

In the last decade the international financial market has experimented one of the most powerful economic crises since 1929 crack –in contrast with the previous economical boom. This resulted in a profound collapse of the world economy from which we are still recovering.

Rating agencies are one of the key participants in the financial markets, in charge of evaluating the issuers of different financial products. In fact, sovereign debt ratings together with economic and financial analysis of the major companies are their principal scope of work.

Throughout this paper, rating agencies' behavior from their historical origin until today is explained in order to obtain relevant data which will lead us to reflect on their responsibility on the financial markets breakdown, along with the measures to be taken by international bodies to prevent future disturbances in the global financial market.

KEY WORDS: rating agencies, rating, economic crisis, financial crisis, markets, regulation, supervision.

JEL CLASSIFICATION: G01, G24, G28.

1. INTRODUCCIÓN

Las agencias de calificación han adquirido gran presencia en la vida pública tras ser identificadas por numerosos informes y estudios, tanto públicos como privados, como unos de los agentes responsables o partícipes de la falta de prevención y propagación de la crisis financiera de 2008. Desde entonces ha quedado patente que otorgaron altas calificaciones a emisores y productos financieros complejos cuya solvencia era, cuanto menos, dudosa, lo que llevó al sobreendeudamiento del sistema financiero sin respaldo económico real alguno, provocando innumerables quiebras tanto de empresas como de instituciones financieras privadas y a importantes problemas de liquidez de Gobiernos Estatales, teniendo incluso que ser rescatados por las autoridades monetarias correspondientes.

Los acontecimientos acaecidos en los últimos años han provocado que, tanto el Legislador europeo como el español, hayan reforzado el marco regulador del mercado que se encontraba en vigor. Las medidas tomadas han endurecido la regulación en materia de dependencia de las calificaciones crediticias, del conflicto de intereses existente entre los propietarios de las agencias y las empresas calificadas por las mismas y de las responsabilidades que han de asumir las agencias de calificación. Asimismo numerosas autoridades económicas han propuesto alternativas para restar peso a los *ratings* en el

mercado financiero. Con ellas no se pretende acabar con las agencias de calificación, sino relativizar su importancia en la economía, ajustando dichas calificaciones con el riesgo real y el análisis objetivo tanto de entidades como de productos financieros.

El presente trabajo tiene como objetivo dar una alternativa a estos organismos evaluadores para tratar de corregir las carencias que han quedado patentes en numerosas ocasiones a lo largo de la historia contemporánea. Para ello, tras ofrecer una visión acerca del papel que desempeñan las agencias de *rating* en el mercado financiero a través de un recorrido desde sus inicios a principios del siglo XIX hasta la actualidad, se pretende ofrecer una explicación a las principales acusaciones hacia las agencias en cuanto a los modelos que emplean en sus estudios, conflictos de intereses entre los propietarios de las agencias y los evaluados o la repetición de calificaciones incorrectas anteriores, como en el caso de la crisis asiática de 1997, el caso Enron o en los años previos al 2008.

Para ello el documento está estructurado en cuatro partes diferenciadas. Primeramente se realiza un breve repaso por la historia de las agencias de calificación, la finalidad por la que surgen y su modo de funcionamiento, haciendo hincapié en los procesos calificadores, junto con un análisis de quién o quiénes están detrás de dichas agencias y toman las últimas decisiones sobre su actuación en el mercado financiero. Seguidamente se muestra una serie de ejemplos de actuaciones discutibles de las agencias de calificación desde finales del siglo XX mediante su actuación en la crisis asiática de 1997, el caso Enron y la actual crisis financiera desatada en 2008. Posteriormente, el tercer apartado tratará exclusivamente de los aspectos jurídicos que regulan la actuación de las agencias de calificación en la Unión Europea, mostrando especial atención en el caso de España. En un cuarto apartado se arroja un análisis de las posibles respuestas y soluciones a las agencias de *rating*. Se plantean diferentes modificaciones en el marco de actuación de las agencias en el mercado financiero y se aportan dos posibles ejemplos para aumentar el número de competidores: Dagong y una Agencia Europea de Calificación. Finalmente, se establecen una serie de conclusiones sobre el análisis realizado.

2. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

2.1 HISTORIA

En sus inicios, las agencias de calificación eran pequeñas empresas familiares que ofrecían información a ciudadanos que querían comprar acciones de diferentes empresas. A mediados del siglo XIX en Estados Unidos había un número importante de personas adineradas que querían invertir y especular con sus ahorros con el objetivo de acumular mayor riqueza. Así mismo, los grandes bancos no contaban con liquidez suficiente como para invertir en las novedosas y crecientes sociedades anónimas por lo que sedujeron a los ciudadanos, muchas veces engañados debido a su bajo conocimiento financiero, para invertir en estas nuevas empresas.

Debido al auge de las empresas del sector ferroviario y a la construcción de las grandes interconexiones ferroviarias entre las principales ciudades estadounidenses a partir de la segunda mitad del siglo XIX, comenzaron a surgir los primeros informes acerca de la situación de las mismas. Así, en 1868 Henry William Poor editó por primera vez el informe sobre los ferrocarriles, *Manual of the Railroads*¹, emitiéndolo posteriormente de forma anual. En 1909 John Moody fundó *Moody's Analyses of Railroad Investments*². Finalmente, John Knowles Fitch fundó Fitch Publishing Company en 1913.

Todos ellos se dedicaron al análisis de las inversiones ferroviarias redactando informes, libros y manuales acerca de las compañías y del sector ferroviario. Los potenciales inversores adquirirían estos textos para operar en condiciones favorables a sus intereses con lo que un número notorio de empresas se vieron abocadas a la quiebra ante la nula inversión que recibían. Posteriormente, alrededor de 1913, las agencias se derivaron hacia otros sectores como el industrial: textil o acero, y los servicios públicos.

Durante los años posteriores, hasta finalizar la primera Guerra Mundial, las "Tres Grandes" afianzaron su liderazgo en el mercado financiero a través del

¹ Ver Standard & Poor's: *Guía sobre los criterios de las calificaciones crediticias* (2010), p.2.

² Ver Moody's History: A century of market leadership en <https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>. Consultado 22/03/2016

aumento de su actividad, así como de su plantilla de trabajadores, y a través de fusiones y adquisiciones de otras agencias de menor tamaño.

Su primera toma de contacto con el sector público coincidió con el presidente de los Estados Unidos Franklin Roosevelt que introdujo reformas pertenecientes al *New Deal* (1933-1936) con el fin de evitar una nueva quiebra bursátil como el *crack* de la bolsa neoyorquina en 1929 provocada, al publicar cotizaciones de acciones manipuladas mediante balances falseados o la compraventa en masa de valores por hombres de paja, por los bancos de inversión: Goldman Sachs, J.P. Morgan, Lehman Brothers, Lee Higginson, Kuhn Loeb, Henry J. Schrodgers, Dillon Read, Bear Stearns y Morgan Stanley³. Estas medidas estaban destinadas a controlar y supervisar las operaciones financieras en el mercado. Para ello creó la Comisión de Valores y Bolsa (*Security Exchange Commission*, SEC) que concedió licencias a auditores privados para que comprobaran que los balances de bancos y empresas fueran correctos y asignó a las agencias de calificación el papel de evaluar la seguridad de las inversiones en el mercado financiero, dividiéndolas en inversiones seguras (*investment grade*) o especulativas (*non investment grade*), con el fin de proteger a los inversores. No obstante, este papel ya se lo habían autoasignado las agencias a principios de siglo XX pero su credibilidad se vio alterada cuando concedieron seis veces más de buenas calificaciones a inversiones que posteriormente fueron el detonante del *crack* del 29. Por lo tanto esta decisión gubernamental careció de congruencia alguna.

En las décadas posteriores el uso de las calificaciones se incorporó progresivamente a la actividad cotidiana de bancos y empresas a través los contratos financieros y comerciales y entre instituciones y organismos públicos, lo que otorgó un mayor peso a las agencias de calificación dentro de la economía norteamericana y, a la postre, mundial.

Sin embargo, el gran giro en el modelo de negocio de las agencias lo presentó Moody's en 1971 cuando modificó el sistema de pago, así ya no serían los inversores quienes pagaran por las calificaciones sino que lo harían los

³ Para conocer más alrededor del papel de los bancos de inversión en el *crash* de 1929 ver John K. Galbraith: *El crash de 1929*, Ariel, 2008.

vendedores de dichas acciones o valores. La SEC aprobó esta nueva modalidad de pago en 1975, siendo adoptada por las otras dos grandes agencias. El argumento de esta modificación residía en que los inversores incurrieran en menores gastos de información y serían capaces de acceder a dicha información de forma más sencilla y amplia, lo que provocaría que aumentara su capacidad de inversión al disponer de mayor cantidad monetaria.

Esta década coincidió con el auge del socialismo en Europa del Este, el fracaso de la guerra de Vietnam, escándalos de corrupción con el presidente Nixon y su equipo y altas tasas de paro, es decir, el capitalismo estadounidense estaba en serio riesgo. Para contrarrestarlo, el presidente Ford nombró al banquero más influyente de Wall Street, Nelson Rockefeller, vicepresidente. En ese momento, Rockefeller ocupaba el puesto de director del Federal Reserve Bank de Nueva York, o lo que es lo mismo, la filial más importante de la Reserva Federal estadounidense. Las políticas que se desarrollaron durante esta época acentuaron el poder de las agencias de calificación en el mercado financiero, multiplicando exponencialmente el número de productos calificados⁴.

Además, en 1975 la SEC reguló severamente la actuación de las agencias de *rating*, permitiendo que tan sólo siete operaran en el mercado. Tras diferentes fusiones y adquisiciones surgieron las tres agencias más importantes que existen hoy en día: Standard & Poor's, Moody's y Fitch. No fue hasta 2003⁵ en el que una nueva agencia, Dominion Bonds Rating Service, obtuvo la licencia para poder operar en el mercado estadounidense pero no tuvo relevancia alguna ya que el reparto en el mercado ha tenido variaciones mínimas desde entonces a la actualidad, siendo Standard & Poor's la que posee una mayor cuota de mercado, alrededor del 40%, le sigue Moody's con un 35% y Fitch con un 18%.

⁴ Ver Werner Rügemer: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 34 y ss.

⁵ Ver Herwig Langohr y Patricia Langohr: *The rating agencies and their credit ratings*, Wiley Finance, 2008, p. 449 y ss.

2.2 QUIÉNES SON Y A QUIÉN PERTENECEN

Esta es una de las preguntas que menos se han contestado a la hora de comprobar el funcionamiento de las agencias de calificación y es una de las claves principales para entender su comportamiento en el mercado financiero. Así pues, desgranaremos quiénes son los máximos propietarios de cada una de las tres grandes agencias de *rating*.

2.2.1 Standard and Poor's

S&P pertenece a la compañía McGraw Hill desde que ésta la adquirió en 1966 cuando aún era una compañía relativamente pequeña. McGraw Hill es una gran empresa con dos divisiones de negocios: McGraw Hill Education y McGraw Hill Financial. A través de la primera unidad de negocio esta empresa se dedica a la publicación de manuales educativos para colegios, institutos y universidades en 60 lenguas diferentes y en 135 países a lo largo de todo el mundo⁶. Para reflejar la cantidad de estudiantes a los que aporta sus publicaciones analizamos los datos de sus plataformas online que buscan el mejor aprendizaje y la enseñanza individualizada de cada alumno. Así, están a disposición de todos ellos varias plataformas para interconectar a todos los estudiantes de su comunidad educativa con los más de 14.000 autores y educadores que forman su comunidad educativa. Las plataformas más usadas son **Connect** que facilita la enseñanza digital y el aprendizaje de las enseñanzas así como la evaluación del curso y que cuenta con más de 3 millones de cuentas pagadas por sus suscriptores; **Aleks** que es una plataforma para los menores de 12 años cuya finalidad es el desarrollo en el conocimiento científico y matemático y cuenta con 1,7 millones de usuarios y **Learnsmart** que es una plataforma disponible para el estudio online que personaliza en función de las capacidades del estudiante el camino estudiantil y profesional que ha de seguir.

⁶ Tal y como refleja la compañía en su página web (<http://www.mheducation.com>)

Además posee la editorial de publicaciones académicas Open University Press y la empresa California Test Bureau (CTB) que se encarga de elaborar sistemas de exámenes a lo largo de todo el periodo educacional del alumno: desde preescolar hasta la universidad.

En definitiva, todo este control sobre los textos y manuales para la formación le sirve a S&P como herramienta para situarse cerca de los órganos de poder y decidir qué y cómo se ha de enseñar a las nuevas generaciones de alumnos.

Otra de las publicaciones más importantes de esta compañía es la revista Platts que sirve como plataforma para los sectores de la industria energética, metalúrgica, petrolífera y de materias primas. Platts actualiza diariamente en su portal online, perteneciente a la división McGraw Hill Financial, los precios fijados de más de 8.000 productos de los sectores previamente citados. Además, la revista se distribuye en 150 países de todo el mundo, siendo la principal publicación en estos sectores.

Si bien es cierto que en los últimos años la compañía ha llevado a cabo un proceso de desinversión alrededor de su presencia en medios de comunicación con el objetivo de, en palabras de su presidente y director general (*chief executive officer*, CEO) Harold McGraw III, “avanzar en el plan de crecimiento y valor de la empresa para el beneficio de los accionistas, clientes y trabajadores”⁷. Esta desinversión se ha realizado con la venta en 2011 de McGraw Hill Broadcasting Group y sus canales televisivos pertenecientes a la cadena de televisión americana American Broadcasting Company (ABC) y sus filiales a la cadena Azteca América por valor de 212 millones de dólares a la compañía The E. W. Scripps Company. También ha vendido una de sus principales revistas y referente en todo el mundo en el sector de la aviación y aeronáutica como es *Aviation Week* a la empresa Penton⁸ en 2014 por 16

⁷ En palabras del presidente de la compañía: "This divestiture will produce good value for a non-strategic asset as we work to create two focused operating companies, one centered on capital and commodities markets and the other on digital learning and education services. Our goal is to enhance strategic and financial flexibility and to establish two pure-play investment opportunities for shareholders". Consultado en <http://investor.mcgraw-hill.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-newsArticle&ID=1613043> 30/04/2016

⁸ The McGraw Hill Companies: *Annual Report 2015*, p.16 y ss. <http://media.mhfi.com/documents/MHFI-ar2015.pdf>

millones de dólares, así como su subsección dedicada a la construcción, McGraw Hill Construction, vendida en el mismo año a Symphony Technology Group por 320 millones de dólares, a la que pertenecía la prestigiosa revista *Dodge*.

Por lo tanto, si S&P pertenece en su totalidad a McGraw Hill hay que conocer quiénes son los propietarios de esta compañía para conocer los mandatarios finales de esta agencia de *rating*. Entre los accionistas directos principales se encuentra el presidente y representante de la familia fundadora, Harold McGraw III que posee alrededor del 0,6% de las acciones de la compañía, siendo con una notable diferencia el mayor accionista dentro de la junta directiva. Entre el resto de propietarios destacan notoriamente los mayores fondos de inversión de alto riesgo del mundo: The Capital Group con un 12,31%⁹; Fidelity Management and Research (FMR, LLC) con un 7,22%; Vanguard Group, Inc. con un 6,50%; State Street Corporation con un 4,57%; Artisan Partners Limited Partnership con un 2,81%; Oppenheimer Funds, Inc. con un 2,63%; BlackRock con el 2,60%; Morgan Stanley con un 2,45%; Jennison Associates LLC con un 2,40%; Egerton Capital con un 2,13%¹⁰.

En este sentido, además de las empresas anteriores, en el consejo de administración de McGraw Hill están representadas diferentes sociedades del mundo financiero y empresarial: Evercore Partners, Strategic Investment, Llodys Banking Group, Coca Cola, Averdale Holdings, British Telecom, State Farm Insurance y el grupo farmacéutico Eli Lilly¹¹. Nuevamente hay que estudiar quiénes están al frente de estas empresas para comprender el funcionamiento de este sistema. Centrándonos en las dos primeras empresas, el fundador y actual presidente de Evercore, Roger C. Altman, trabajó previamente en el banco de inversión Lehman Brothers, en 1977 fichó como secretario adjunto del Tesoro de los Estados Unidos hasta el año 1981 cuando regresó de nuevo a Lehman Brothers donde ascendió hasta convertirse en jefe

⁹ <http://www.abc.es/20120123/economia/abci-agencias-rating-suplemento-empresa-201201231233.html> consultado 29/04/2016

¹⁰ <https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=SPGI> consultado 01.05.2016

¹¹ Ver Werner Rügemer: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 74.

de operaciones de inversión y miembro del Comité de Dirección de la empresa y su Consejo. Posteriormente, se unió al fondo de inversiones Blackstone como vicepresidente y principal responsable de la actividad internacional de este fondo. Finalmente, en el año 1993 regresó al poder ejecutivo norteamericano desempeñando el papel de Secretario Adjunto del Tesoro durante dos años, hasta que en 1995 fundó Evercore¹².

En el caso de Strategic Investment ocurre una situación parecida: la presidenta, Hilda Ochoa-Brillembourg, ocupó el cargo de directora de inversiones de Pensiones del Banco Mundial, desempeñando otros cargos a su vez en la misma institución hasta el año 1996. A su vez, fue la directora de la empresa que gestiona la Universidad de Harvard, miembro del comité de inversión del fondo de la familia Rockefeller o vicepresidenta del Grupo de los 50 países más poderosos (G-50) o miembro del Comité de Inversiones de Pensiones del Secretario General de la Organización de las Naciones Unidas¹³.

En este nivel hay que analizar qué papel tienen estos propietarios, además de buscar que McGraw Hill consiga ganancias al final del periodo, provocando lógicamente que las ganancias de S&P sean lo más grandes posibles. Esta función se basa en **invertir su propio capital y el de sus clientes en otras empresas en las que a su vez son copropietarios**. Por ejemplo, el accionista con mayor participación en McGraw Hill, Capital World, es también un importante accionista en otras grandes empresas que están presentes en el índice 500 de S&P como por ejemplo son: IBM, Microsoft, Apple, Google, Royal Dutch Shell, Mcdonalds, Coca Cola, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Lockheed Martin, Berkshire Hathaway (perteneciente al *holding* de Warren Buffett), Eli Lilly o Boeing¹⁴.

Por esto, deducimos que el fondo de inversión Capital World no solamente está presente en McGraw Hill, sino que también en otras empresas copropietarias de MCGraw Hill como IBM o Coca Cola. Si prestamos atención a la primera,

¹² <http://www.evercore.com/team/2/all/all/bio/34> consultado 30/04/2016

¹³ <http://www.strategicgroup.com/team-members/hilda-ochoa-brillembourg-cfa> consultado 30/04/2016

¹⁴ <http://www.i3sg.com/Reports/Stock-Insider/Generate-Institution-Portfolio.php?institutionid=10331&DV=yes> consultado 01/05/2016

IBM, una de las multinacionales de la informática más importantes del mundo, no sólo pertenece a Capital World como señalábamos anteriormente sino que también pertenece a Berkshire Hathaway, Vanguard Group, State Street Corporation, BlackRock o Bank of New York, es decir, aquellos que a su vez son copropietarios de McGraw Hill y por tanto, de Standard & Poor's.

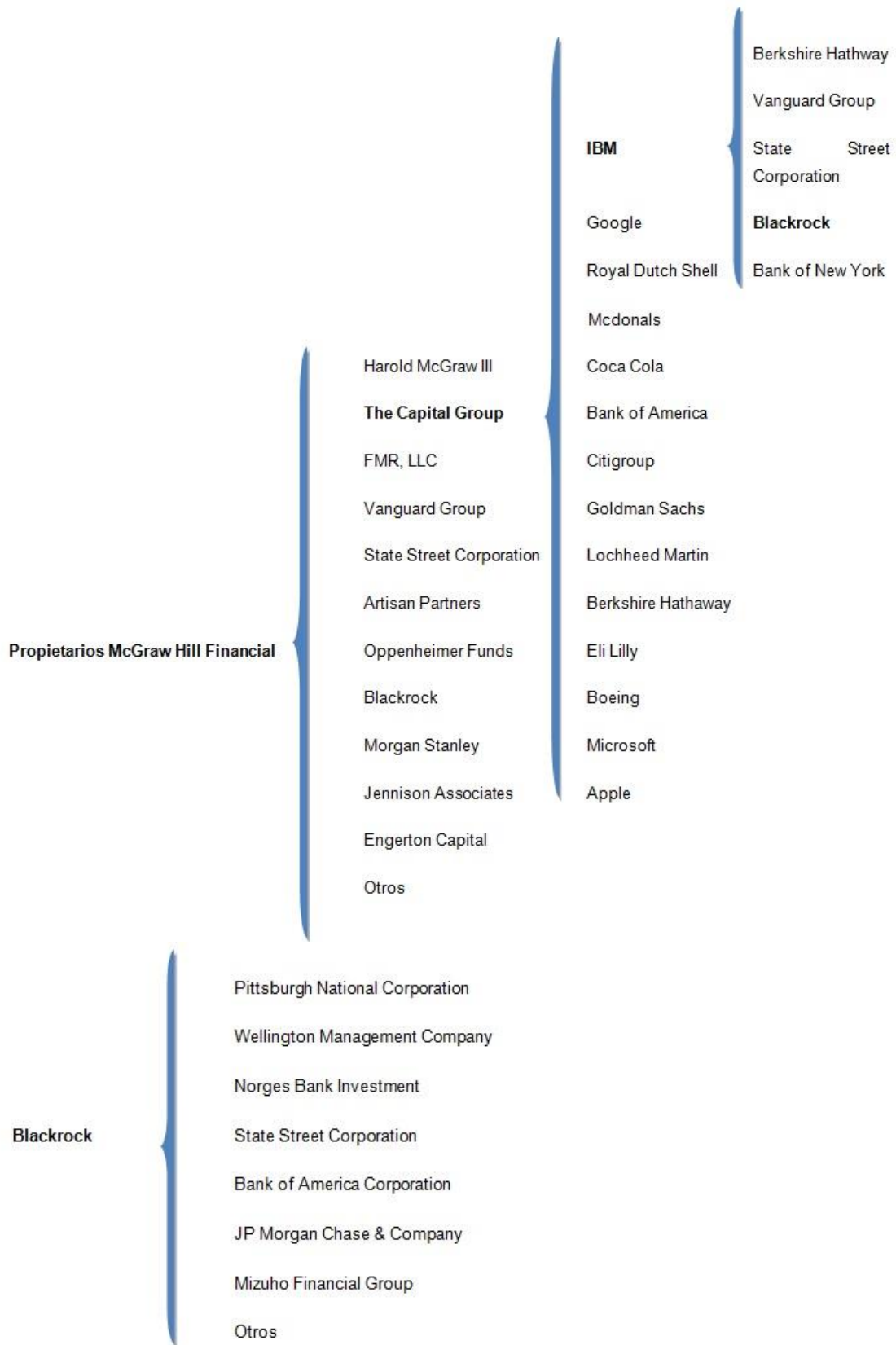
Por lo tanto interesa saber quiénes son los propietarios de los fondos de inversión. En el caso de Blackrock, el mayor gestor de activos financieros del mundo y uno de los más influyentes en el gobierno estadounidense, su mayor accionista es Pittsburgh National Corporation (PCN) con un 21,1%; le sigue Wellington Management Company con un 5,78%; Norges Bank Investment Management con un 5,72%; Vanguard Group con un 4,25%; Capital Group con un 3,13%; State Street Corporation con un 3,10%; Bank of America Corporation con un 2,56%; JP Morgan Chase & Company con un 2,20%; y Mizuho Financial Group con un 1,88%. También hay que destacar la presencia del Arab Fund for Economic and Social Development, cuyo CEO, el señor Abdlatif Y. Al-Hamad está también en el equipo directivo de Blackrock¹⁵ y en la empresa Robinson Lerer & Montgomery (RLM)¹⁶ que en sus propias palabras son "líderes mundiales en comunicación estratégica, corporativa y financiera", siendo una de las empresas que más ha asesorado a las grandes compañías y bancos en la gestión de crisis. En definitiva, deducimos que los propietarios últimos del fondo de Blackrock son los mismos copropietarios antes señalados, ampliándose el círculo a medida que se añaden nuevos nombres a la lista.

El siguiente esquema resume la información sobre los propietarios de S&P.

¹⁵ Blackrock: *Annual Report* 2014, p.16

¹⁶ Blackrock: *Annual Report* 2009, p.36

Esquema 1: Propietarios de Standard and Poor's



Fuente: Elaboración propia

2.2.2 Moody's

La agencia Moody's Investors Service es propiedad de la empresa matriz Moody's Corporation (MCO), una sociedad anónima que cotiza en la bolsa neoyorquina (NYSE), ciudad en la que tiene la sede de operaciones. En consonancia con lo descrito con S&P y la mayoría de grupos empresariales de Estados Unidos, tienen sus filiales fuera de dicho territorio, situándose en paraísos fiscales como Delaware (EE.UU.), Singapur o las Islas Vírgenes Británicas¹⁷.

Moody's Corporation se subdivide en dos actividades de negocio: Moody's Investors Service, al que pertenece la agencia de calificación, y Moody's Analytics, la cual se encarga, además de sus filiales, de la asesoría, investigaciones financieras, desarrollo de software financiero para bancos, aseguradoras y otros agentes del mercado y al análisis de riesgos.

Respecto a Moody's Investors Service hay que destacar sus inversores principales: Berkshire Hathaway con un 12,70%; Vanguard Group con un 7,37%; Baillie Gifford and Company con un 3,96%; State Street Corporation con un 3,74%; BlackRock con un 2,54%; Capital International Investors con un 2,24%; Principal Financial Group con un 2,18%¹⁸. Como se comprueba sus propietarios coinciden en su mayoría con los de McGraw Hill.

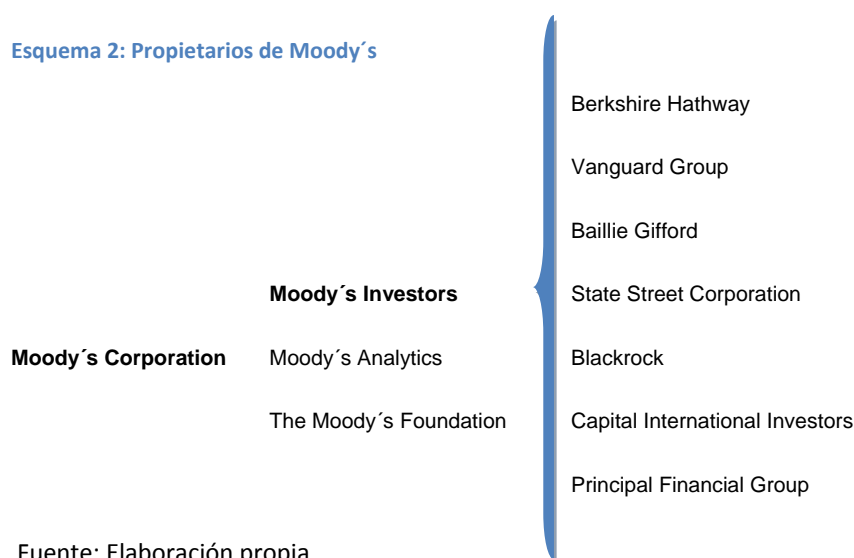
Como es habitual en este sector, cuenta con una fundación filantrópica desde 2001: The Moody's Foundation, enfocada a patrocinar actividades educativas, centradas en el estudio de las matemáticas, la economía y las finanzas. En 2009 colaboró económicamente con Kiva Microfoundations en el campo de los microcréditos, así como los riesgos y beneficios derivados de ellos. Su objetivo es formar a los trabajadores en el ámbito de la concesión de microcréditos

¹⁷ Para consultar la lista de paraísos fiscales donde se hayan las correspondientes sedes de las filiales de MOC véase la lista facilitada por la U.S Securities and Exchange Commission en <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1059556/000119312514070371/d665999dex21.htm>

¹⁸ <https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=MCO%2C+&q=1> consultada 02/05/2016

junto a la fundación del ex presidente de los Estados Unidos, William Clinton a través de su fundación, Clinton Global Initiative¹⁹.

Esquema 2: Propietarios de Moody's



Fuente: Elaboración propia

Además, esta compañía exige unos altos valores estándar como son los presentados en los Principios de Gobierno Corporativo (Corporate Governance Principles), en el Código de Conducta Empresarial (Code of Business Conduct) y en el Código Ético (Code of Ethics). Si bien en ellos están recogidos compromisos para cumplirlos en aras de garantizar “el examen riguroso y objetivo de los hechos” y “la búsqueda de fórmulas innovadoras para fortalecer la exactitud, profundidad y actualidad de nuestros análisis y calificaciones crediticias”, en ninguno de los documentos anteriores se obliga a cumplir con las leyes vigentes, los derechos humanos, actuar contra la corrupción o la Constitución tanto de Estados Unidos como la de terceros países donde actúa²⁰.

No hay que olvidar la conexión de Moody's con Wall Street, pues su junta directiva tiene claros enlaces con los grandes grupos empresariales de la bolsa neoyorquina. Así, Mark Almeida, presidente de Moody's Analytics, trabajó en el Chase Manhattan Bank; Richard Cantor, director de riesgos y jefe de crédito de Moody's Investors, en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Robert

¹⁹ Moody's Annual Report 2009, p.14.

²⁰ *Ibid.*, p.15.

Fauber, vicepresidente primero, en el Citigroup; John Goggins, vicepresidente ejecutivo y asesor general, en Down Jones & Company; Linda Huber, vicepresidenta ejecutiva y directora financiera, en Bankers Trust; Michel Madelain, presidente y director de operaciones de Moody's Investors, en la auditora Ernst & Young; Lisa Westlake, vicepresidenta y directora de recursos humanos, en American Express y Lehman Brothers; y finalmente, Blair L. Worrall, vicepresidente y director de análisis de datos, trabajó en Down Jones & Company. Especialmente notorio es el caso del director gerente y jefe de desarrollo corporativo, David B. Platt, cuyos trabajos anteriores habían sido desarrollados en el Deutsche Bank, Citigroup o Fidelity Investments ocupando en todos ellos puestos de alta responsabilidad y dirección²¹. Como vemos, el equipo de gestión de Moody's, como ocurría con el de S&P, procede de las importantes empresas a las cuales se encarga de calificar o en ciertos casos de los grandes fondos de inversión propietarios de las agencias de *rating*. Por esto, es evidente que para averiguar quiénes son los propietarios finales de Moody's se llega al mismo lugar que al descubrir quiénes son los de Standard and Poor's.

2.2.3 Fitch

La agencia de calificación Fitch Ratings es la más pequeña de las Tres Grandes y es propiedad en exclusiva de Fitch Group. Esta compañía no sólo está formada por Fitch Ratings sino que está compuesta por Fitch Algorithmics dedicada al asesoramiento y gestión de riesgos, Fitch Solutions dedicada al análisis, comercialización e investigación financiera, Fitch Learning dedicada a la formación de profesionales como banqueros, analistas o *brokers* y, por último, BMI Research dedicada a publicar y consultar el riesgo de un país, informes sectoriales y mercados financieros²².

²¹ Biografía disponible en la página corporativa de Moody's: <http://ir.moodys.com/od.aspx?iid=108462> consultado 03/05/2016

²² <https://www.fitchratings.com/site/home> consultada 03/05/2016

Respecto a sus propietarios figuran el holding francés Fimalac y el grupo mediático estadounidense Hearst que compró a Fimalac, incluyendo la participación del 20% que poseía desde 2009²³, el 80% de Fitch en 2015²⁴. Por lo tanto, el accionariado de Fitch está repartido entre Fimalac (20%) y Hearst (80%).

Primeramente analizaremos su primer propietario, Fimalac. Este holding pertenece al empresario francés Marc Ladreit de Lacharrière, que ocupa el vigesimotercer puesto en la lista Forbes de los hombres más ricos de Francia²⁵. Comenzó su andadura empresarial en el banco francés Bank Indosuez en el que escaló posiciones hasta alcanzar puestos directivos y en el grupo L'Oréal donde ocupó el cargo de vicepresidente. Además participó en el consejo de administración en otras grandes entidades como el Bank Crédit Lyonnais, Air France, France Telekom, Euris y Canal Plus. Hoy en día mantiene cargos en los consejos de administración de Renault, Casino Gichard y L'Oréal.

En 1991 fundó Fimalac (La Financière de Marc de Lacharrière) como un grupo de carácter filantrópico pero que mediante fusiones y adquisiciones se hizo un hueco en el sector de las calificaciones estadounidense.

Hoy en día su fundador dispone del 74% de las acciones de la compañía y el 86% del derecho al voto. El 26% del capital restante se divide entre 10.000 accionistas individuales del que no se conocen sus identidades. Los miembros de su consejo de administración forman o han formado en el pasado, a su vez, parte del consejo de administración de otras grandes compañías o bancos como es el caso de Pascal Castres Saint-Martin, relacionado con el banco SEB; Philippe Lagayette, como presidente del banco de inversión J.P. Morgan en Francia, miembro del consejo de Renault y de la compañía PPP (a la que pertenecen Puma o Gucci); Thierry Moulouquet como director financiero de Renault; Jean-Charles Naouri, jefe del Casino Guichard; Etienne Pflimlin,

²³ Fimalac anual report 2014, p.5

²⁴ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-12/hearst-to-increase-stake-in-fitch-to-80-in-1-97-billion-deal> consultada 03/05/2016

²⁵ <http://www.forbes.com/profile/marc-ladreit-de-lacharriere/> consultada 04/05/2016

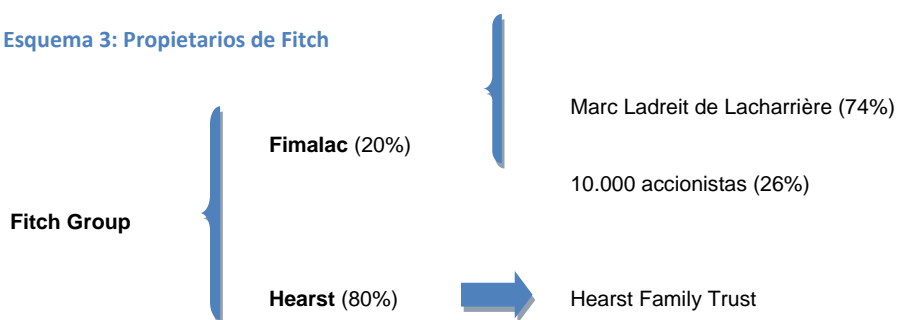
presidente del banco Crédito Mutuel y finalmente, Thomas Piquemal, como director de finanzas de Electricité de France²⁶.

En segundo lugar, el propietario mayoritario de Fitch es el grupo mediático Hearst. Esta compañía tiene su sede legal en el paraíso fiscal estadounidense de Delaware y su centro de operaciones en Nueva York²⁷. Este grupo publica revistas de gran relevancia mundial como *Elle*, *Cosmopolitan*, *Esquire* o *Car and Driver*. Además cuenta con una veintena de periódicos, programas de entrevistas como el *Oprah Winfrey Show* y varias productoras y distribuidoras de contenido televisivo que trabajan para canales como Discovery Channel²⁸.

Posee junto con Disney varias productoras de las que se desarrollan contenidos para el canal History Channel y canales sudamericanos como ESPN y ESPN2.

Detrás de este grupo se encuentra la familia Hearst a través de la fundación empresarial Hearst Family Trust, sexta familia más rica de Estados Unidos según la lista Forbes²⁹. Los miembros del consejo de administración son designados por esta fundación, siendo el único familiar presente en él en la actualidad William Randolph Hearst III³⁰.

Esquema 3: Propietarios de Fitch



Fuente: Elaboración propia

²⁶ ver Werner Rügemer: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 91.

²⁷ <http://www.secinfo.com/d13Wqv.u2xh.htm>

²⁸ <https://www.hearst.com/entertainment-syndication> consultada 04/05/2016.

²⁹ <http://www.forbes.com/profile/hearst> consultada 04/05/2016.

³⁰ <https://www.hearst.com/bios> consultada 04/05/2016.

En cuanto al equipo directivo de Fitch también se establecen conexiones con grandes compañías de Wall Street u organizaciones públicas de gran relevancia. Por ejemplo, su presidente y CEO Paul Taylor, trabajó para S&P, para Lloyds Bank Limited y Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR); Brett Hemsley, encargado de la zona asiática y del Pacífico, trabajó en varias instituciones de la City de Londres y para el banco de inversiones HSBC o Andreas Karaiskos, CEO de Fitch Learning, ocupó cargos de dirección en Barclays y en HSBC.

Por tanto, como hemos podido comprobar en este apartado en el que hemos intentado dar respuesta a quiénes son y a quiénes pertenecen las agencias de calificación más importantes, existen importantes conflictos de intereses en el seno de las agencias más poderosas del mercado mundial, puesto que los propietarios de las mismas son a su vez copropietarios de los bancos y empresas más importantes a las que califican. Este hecho podría ser una de las causas que provocan las calificaciones erróneas causantes en parte de algunas de las crisis financieras más graves de los últimos tiempos.

2.3 LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

Las agencias de calificación evalúan tanto a empresas privadas como a Estados. Entre sus productos calificados se encuentran las acciones, créditos y bonos corporativos y soberanos o productos financieros de estructura compleja tales como créditos al consumo e hipotecas titularizados, obligaciones de deuda garantizada (*collateralised debt obligations*, CDO), permutas de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS) o valores respaldados por activos (*asset backed securities*, ABS).

A pesar de que los productos evaluados son tan diversos, las empresas o gobiernos no tienen obligación ninguna de emitir calificaciones acerca de sus productos pero tener comprada una calificación representa un acto de fortaleza y garantía en el mercado financiero de cara a potenciales inversores. Por lo

tanto, se incubaba una sensación de obligación o presión para poseer la calificación de alguna de las agencias de *rating*.

2.3.1 LAS CALIFICACIONES EMPLEADAS

Las “Tres Grandes” utilizan un sistema de notas para evaluar la capacidad de pago de los prestatarios o valores mediante una escala formada por letras, de la A a la D, con signos positivos y negativos. De este modo, se consigue una escala compuesta de alrededor de una docena de grados que van desde la mejor de las notas, triple A (AAA), pasando por AA+, AA, A+, etc., hasta la peor de las notas, D. A su vez, las notas pueden ir acompañadas de indicaciones tales como *outlook stable* (perspectiva estable) u *outlook negative* (posibilidad de rebajar la nota en la próxima revisión). Además existe la apreciación *on watch* que se emplea para las calificaciones que están en observación durante 3 meses.

Como se mencionaba antes, las inversiones calificadas entre AAA y BBB tienen el significado de *investment grade* o grado de inversión, utilizado para inversiones solventes. A partir de este punto, es decir, las comprendidas entre BB, C y D toman el calificativo de *non investment grade* o *speculative grade*, con lo que se recomienda no invertir en ellas o de hacerse, será con carácter especulativo o incluso como *junk bonds* (bonos basura)³¹.

A partir de esta calificación de la que dependen todos los entes del mercado, se establecen las condiciones de la concesión de créditos o de la compra de acciones o deuda, así como el interés de todos ellos. El interés fluctuará de manera muy sencilla, a mayor nota menor será el interés y cuanto peor sea la nota, mayor será el interés a abonar, por ello el interés de los entes calificados de obtener una mejor valoración.

³¹ Los bonos basura son títulos emitidos por empresas o gobiernos cuya calidad crediticia es muy baja, presentando un mayor riesgo en la inversión pero ofreciendo una rentabilidad muy alta. Para conocer el funcionamiento de estos bonos, visitar la web de estudios del BBVA en <https://info.bbva.com/es/noticias/economia/bancos/finanzas-personales/que-son-los-bonos-basura>, consultado 14/05/2016

El siguiente cuadro recoge dicha información.

Cuadro 1: Calificaciones de las agencias de calificación

Categoría	Definición	Tipo
AAA	Máxima calificación. La capacidad del emisor para cumplir con su obligación financiera es extremadamente fuerte.	Inversión
AA	La diferencia con la calificación máxima es muy ligera. La capacidad del emisor para cumplir con su compromiso de deuda es muy fuerte.	Inversión
A	La calidad de la deuda es alta pero más susceptible a cambios en las condiciones económicas que las calificaciones superiores. A pesar de ello, la capacidad del emisor para su cumplimiento sigue siendo fuerte.	Inversión
BBB	La calidad de la obligación es adecuada. Sin embargo, ante condiciones económicas adversas la capacidad de pago del emisor puede verse debilitada.	Inversión
BB; B; CCC; CC; y C	La menos vulnerable al pago de las emisiones especulativas. Por su condición de especulativa se enfrenta a importantes incertidumbres o cambios financieros y económicos adversos que podrían inducir a su incapacidad de cumplimiento.	Especulativo
BB	Claramente especulativa. Se enfrenta a serios riesgos de incumplimiento financiero ante cambios económicos y financieros.	Especulativo
B	Altamente especulativo. La obligación financiera es vulnerable frente a sus compromisos financieros, económicos y comerciales. El emisor sufrirá ante cualquier cambio de estos aspectos para su cumplimiento final.	Especulativo
CCC	Alto riesgo de incumplimiento. Su grado altamente especulativo implica la alta posibilidad de incumplimiento de las obligaciones por parte del emisor.	Especulativo
CC	Se emplea cuando el incumplimiento no ha ocurrido pero diversos factores indican que va a ocurrir próximamente, anticipándose a éste.	Especulativo
C	Extremadamente vulnerable a la falta de pago. Posee una ínfima seguridad de cumplimiento de la obligación,	Especulativo
D	Impago o incumplimiento. El pago de la obligación no se realiza en los plazos de vencimiento pactados sino que se realizará posteriormente a dicha fecha, estando presente un nivel de pérdida del capital invertido según las condiciones pactadas en la obligación.	Especulativo

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de www.standardandpoors.com/ratingsdirect

2.3.2 LOS CRITERIOS DE CALIFICACIÓN

El análisis que llevan a cabo las agencias se basa en un estudio econométrico de todas las variables económicas del producto o ente a calificar, tales como, balances y presupuesto de los últimos años, *cash flow*, cuenta de pérdidas y ganancias o evolución de precios.

Además de estas variables cuantitativas se añaden al estudio otra de carácter cualitativo como la experiencia, el grado de internacionalización, el acceso al crédito, control de proveedores y clientes, acciones de marketing, variables del sector o la estabilidad del gobierno de un determinado país o las políticas llevadas a cabo.

Todos estos valores son básicos para realizar el análisis pero no se puede conocer hasta qué punto las conclusiones de los análisis se basan en ellos puesto que los modelos utilizados por cada una de las agencias son totalmente opacos y, respaldados por la legislación vigente, están fuera del alcance público. Parcialmente puede resultar lógico pues es parte de su fuente competitiva pero inhabilita para la comprobación de validez alguna o legitimización de los mismos. El principal modelo matemático-financiero utilizado por los bancos de inversión, los gestores de fondos de alto riesgo y los analistas de calificaciones es el Black-Scholes³² desarrollado por Fisher Black y Myron Scholes en 1973 y por el que obtuvieron el premio Nobel.

Al mismo tiempo tampoco se conoce el grado de importancia de las variables cualitativas, puesto que por su naturaleza, son difícilmente medibles objetivamente. Por lo tanto, conocer la influencia de las diferentes variables en la calificación final es prácticamente imposible, incluso conocer con exactitud cuáles son dichas variables resulta complejo, si bien el Fondo Monetario Internacional publicó en octubre de 2002³³ un documento acerca de la evaluación realizada por las agencias de calificación, donde se establece una serie de puntos clave en los que se basan para emitir calificaciones de deuda soberana (consultar Anexo I).

³² Este modelo se emplea para determinar el precio de determinados activos financieros y estimar el valor de una opción de compra (*call*) o venta (*put*) de acciones futuras en el mercado financiero.

³³ Ashok Vir Bhatia: Sovereign Credit Methodology: An Evaluation, International Monetary Fund, October 2002.

3. CONTROVERSIA EN SUS CALIFICACIONES

El estudio que realizan las agencias de calificación al mercado aporta información, a priori, fiable sobre la situación de empresas, Estados y productos financieros. Sin embargo, los modelos empleados para elaborar dichos informes se elaboran a partir de datos objetivos y se ciertas variables subjetivas, siendo en este punto donde residen las incógnitas y críticas a las agencias de rating. Para comprobar si estas dudas tienen fundamento alguno analizaremos tres de los casos más importantes que supusieron una profunda crisis de confianza para las agencias y pusieron en jaque su forma de actuar hasta el momento.

3.1 CRISIS ASIÁTICA DE 1997

En la década de los 90 del siglo pasado Corea del Sur, Tailandia, Indonesia, Malasia, Taiwán y Filipinas experimentaron un crecimiento exponencial en su economía. Este éxito se debió a la apertura de los mercados nacionales a la inversión extranjera, a la supresión de controles sobre divisas y movimientos de capital y a la desregularización y privatización de ciertos sectores, tal y como había sugerido el FMI, la OCDE y los gobiernos occidentales³⁴.

Además, los nuevos agentes financieros como los bancos de inversión, los fondos de pensiones, las aseguradoras y los fondos de inversión de riesgo extendieron la facilidad y la concesión de créditos a bajos intereses en estos países condujeron a la creación de nuevas empresas. A pesar de ello, los créditos concedidos estaban respaldados en otros créditos que los agentes financieros habían solicitado a su vez a otros bancos, generando una burbuja de créditos sin respaldo económico.

En ese momento la economía de los llamados “Tigres Asiáticos” parecía sostenible y vigorosa dado el nivel de inversión y rentabilidad ofrecidas.

³⁴ Ver Víctor López Villafañe: *Asia en transición: auge, crisis y desafíos*, Siglo Veintiuno Editores, 1999, p 125 y ss.

Además, **obtenían buenas notas de las agencias de calificación** (Tailandia y Corea del Sur obtenían la triple A). Sin embargo, en julio de 1997 la sobrecarga de deuda externa de Tailandia llevó al país a declarar oficialmente la bancarrota. Junto a esto, Estados Unidos ante el miedo a sufrir una nueva crisis económica como la de principios de los 90, incrementó las tasas de interés como medida para parar la inflación. Esto condujo a la devaluación de la moneda tailandesa y, por contagio, el resto de monedas asiáticas también perdieron su valor, descubriendo la incapacidad de pago de los créditos concedidos en el mercado.

Como solución, el Fondo Monetario Internacional elaboró un plan de ayuda ante el pánico al contagio de los países occidentales. Se instó a los países a hacer reformas contundentes y profundas que provocaron la bancarrota de numerosas compañías y la pérdida de riqueza de innumerables personas. Además, se destruyó el empleo generado durante estos años y generó un clima de malestar de los países asiáticos hacia el FMI. Las medidas aplicadas que fueron objeto de una mayor crítica fueron la liberalización de los mercados que permitió la especulación originaria de la burbuja financiera y la permisividad para que huyeran con los capitales fuera del país una vez desatado el *boom*. También se rechazaron las medidas de recortes del gasto, ya que aceleraron la caída de los países después de la crisis. Por último, la provisión de dólares disponible se utilizó para pagar a los inversores extranjeros en lugar de rescatar a las economías de cada país³⁵.

Finalmente, las agencias de calificación tuvieron un papel criticado por su **falta de previsión**, pues en ninguno de sus informes se podrían observar posibles quiebras o bancarrotas de empresas o países o la evidente burbuja que se estaba inflando a base de la concesión masiva de créditos.

De hecho, no fue hasta los últimos meses de noviembre de 1997 cuando las agencias calificadoras que estaban presentes en la zona, S&P y Moody's, rebajaron severamente las notas a los países asiáticos. Esta excesiva prudencia a la hora de rebajar sus calificaciones hizo que los duros efectos de

³⁵ Ver Werner Rügemeier: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 186 y ss.

la crisis se endurecieran, anulando la posibilidad de financiación y crecimiento de estos países.

Por ello, los mayores puntos de conflicto con la actuación de las agencias no fueron el recorte de las calificaciones, donde se rebajaron entre cuatro y seis escalones, sino que esta rebaja se hizo demasiado tarde, cuando el impacto de la crisis se hizo irrefrenable, con monedas devaluadas y economías destruidas por culpa de un sobreendeudamiento que superó con creces el 100% del PIB en alguno de los casos. Además, se puso una vez más de manifiesto la falta en la calidad de la metodología donde la aparente bonanza económica se superpuso a los datos reales de devolución de pago y concesión de créditos, que junto al conservacionismo extremo y la falta de seguimiento fabricaron un caldo de cultivo que derivó en la nefasta crisis asiática de la que a día de hoy aún siguen recuperándose gran parte de los países afectados³⁶.

3.2. EL CASO ENRON

Enron Corporation era una compañía estadounidense que operaba en el sector energético, constituida en 1985 mediante la fusión de las compañías Houston Gas e Inter North. La empresa pasó en 12 años de ser una distribuidora de gas a nivel regional en Texas a ser la mayor compañía de gas y electricidad de Estados Unidos, abriendo nuevos mercados en Sudamérica, África, Asia y Europa.

Enron aprovechó la desregularización del mercado energético estadounidense adquiriendo pequeñas empresas y líneas de electricidad públicas y construyendo nuevas centrales con ayudas públicas procedentes del Gobierno Republicano del entonces presidente George W. Bush a cambio de grandes donaciones para su campaña presidencial³⁷.

³⁶ Para conocer más sobre la actuación de las agencias de calificación ver la publicación del Fondo Monetario Internacional: *Global financial stability report: Sovereign, Funding and Systemic Liquidity*, capítulo 3: The Uses and Abuses of Sovereign Credits Ratings, 2010.

³⁷ Kannel Lay, presidente de Enron, donó desde 1978 a las candidaturas un montante de 630.000 dólares a las diferentes candidaturas de George W. Bush. Además, Lay obtuvo 114

A pesar de esto, la cuestión fundamental de su debacle se debió al entramado de 5000 empresas que crearon los directivos de Enron a lo largo de todo el mundo, incluyendo paraísos fiscales en las Islas Caimán o en las Bahamas. Esta estructura fue desarrollada por dos de las auditoras más importantes del mundo, KPMG y Price Waterhouse Coopers (PWC), cuyo fin era ocultar la situación real de la empresa y falsear los balances supervisados por las autoridades financieras. Además, contó con la ayuda de la prestigiosa compañía auditora Arthur Andersen que incurrió en uno de los mayores fraudes financieros conocidos, alimentando el entramado empresarial previamente mencionado con la firma de contratos falsos de productos derivados de energía con Enron, inflando el valor de sus acciones³⁸.

La actuación de las agencias de calificación estuvo marcada por la pasividad que mostraron ante los rumores sobre la falta de veracidad de las cuentas de Enron, pues una semana antes del anuncio de su quiebra **mantenían una calificación de *Investment Grade* o solvencia**. Incluso cuando se hicieron oficiales las primeras noticias públicas y la investigación llevada a cabo por la supervisora financiera SEC, las agencias de *rating* se mantuvieron firmes en su análisis instrumentándose en que sus calificaciones se basaban en el largo plazo mediante las cifras arrojadas de Arthur Andersen. Ronald Barone, directivo de S&P, declaró que los hechos ocurridos “no eran un problema de calificación sino de fraude”³⁹.

El último aspecto fundamental fue la falta de responsabilidad y profesionalidad demostrada por las agencias de calificación, que siendo conscientes que de sus *ratings* dependían grandes inversiones de dinero no realizaron la tarea de peritaje de Enron como se les sobreentendía. Tal y como declararon los responsables de las agencias durante el juicio por este fraude, su papel en el mercado financiero fue meramente informativo y no se hacían responsables de las inversiones derivadas de sus calificaciones. Sin embargo, sus calificaciones

millones de dólares mediante la venta de dos millones de acciones de Enron en los meses previos a su quiebra http://elpais.com/diario/2002/01/14/internacional/1010962803_850215.html

³⁸ Ver Werner Rügemer: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 179 y ss.

³⁹ Ver Vicente Martín Valero: *El lado oscuro del capitalismo, el caso Enron*, Publicaciones de la Universidad de Alicante, 2012, p 260

se utilizaron como referencia del estado financiero de las compañías en el mercado por parte de los inversores. A pesar de ello, los Tribunales de Justicia que juzgaron esta causa junto a la Comisión de Valores y a los responsables políticos, ampararon la defensa adoptada por los responsables de las agencias.

3.3. CRISIS SUBPRIME

En 2008 en Estados Unidos se desató una profunda crisis económica provocada por aparición de un gran número de hipotecas *subprime*⁴⁰ sin respaldo monetario alguno, lo que provocó el pánico entre los agentes del mercado financiero internacional. Esta crisis económica se contagió rápidamente al resto de economías del mundo convirtiéndose en una crisis financiera global. Los primeros indicios indicaban que sería una crisis del mercado hipotecario y financiero pero a medida que avanzaba se puso de manifiesto que también involucraba por completo a la liquidez del conjunto de la economía.

La principal causa de esta crisis ha sido la expansión y normalización de un modelo bancario que incentivaba la concesión de hipotecas *subprime*, favorecidas más por la gran rentabilidad que ofrecían que por el análisis de sus riesgos. Además, se extendieron cada vez más los productos financieros complejos tales como CDO⁴¹ o CDS⁴², entre otros⁴³.

⁴⁰ Tal y como define Ramiro Losada: “Una hipoteca se considera *subprime* cuando no cumple los requisitos para considerarla de grado *prime*. Los prestatarios que cumplen los requisitos para que se les conceda el dinero para una hipoteca prime deben tener una ratio deuda/ingresos no superior al 45%, una ratio préstamo/valor de la propiedad inferior al 90% y un *credit score* de al menos 620” en Ramiro Losada López: *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009, p.19.

⁴¹ Los CDO (*collateralized debt obligations*) es un derivado del crédito empleado como un instrumento de deuda, cubriendo una cartera de activos con riesgo de crédito. Los CDOs contienen unos flujos de caja que están respaldados por activos con deuda, desde bonos públicos o privados, hipotecas, préstamos u otros CDOs.

⁴² Los CDS (*credit default swaps*) es un derivado financiero que permite cubrir el riesgo de impago de un activo financiero. Son contratos bilaterales donde el comprador asegura el cobro del crédito una prima periódica que será devuelta por la otra parte en caso del que el emisor del CDS entre en quiebra, reestructuración de la deuda o suspensión de pagos.

⁴³ Para conocer todas las titulaciones o derivados de crédito consultar Rafael Morales-Arce (et. al): *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*, UNED, 2010, p. 262 y ss.

Además, los tipos de interés se situaban en tipos muy bajos durante un periodo largo de tiempo, que junto a calificaciones favorables de las agencias de calificación, aumentaron la demanda de estos productos financieros de carácter complejo. Gracias a esto, junto a la creencia de que el precio de las casas jamás bajaría y su precio final siempre sería mayor al del crédito concedido, la concesión de hipotecas también se disparó. Por lo tanto, ante un modelo basado en la emisión masiva de crédito se avalaban otras inversiones con las comisiones que se iban a cobrar con las hipotecas, olvidando la necesidad de regirse y conceder créditos acordes a la liquidez del sistema⁴⁴.

A todo esto se le sumó la falta de regulación económica en aras de favorecer la desregularización en el mercado, entendiéndose que con las leyes del mismo, era suficiente para garantizar su buen funcionamiento. La única solución de los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón fue inyectar dinero en la economía, resultando ineficaz.

Poniendo el foco de atención en el papel que desempeñaron las entidades bancarias, se manifestó que actuaron con gran voracidad, alentados por grandes porcentajes de beneficio y sin ningún tipo de prudencia. Así, el primer banco en exponer su situación real e inevitablemente haciendo que el pánico se contagiara al resto del mercado mundial, fue el banco mercantil Bear Stearns anunciando que su fondo de cobertura no podía hacer frente a la deuda contraída con sus inversores. Apenas un mes después, en agosto de 2007, el banco de inversión francés BNP-Paribas reconoció que sus arcas estaban repletas de CDOs y no contaba con liquidez suficiente para hacerles frente. Rápidamente otras grandes entidades reconocieron que no poseían fondos suficientes y que realizaron una concesión de créditos por encima de sus posibilidades, entre ellos: Northern Rock, UBS, Citigroup, Merrill Lynch, RBS, Barclays Bank, J.P Morgan, los dos mayores proveedores de hipotecas estadounidenses Fannie Mae y Freddie Mac y el principal de concesor de hipotecas de Inglaterra HBOS y las aseguradoras MBIA y AIG. Pero el estallido

⁴⁴ Información facilitada en BBVA: *Causas y evolución de la crisis financiera*, Educación financiera, publicado el 27/01/2015

final se produjo cuando se demostró que Lehman Brothers había falseado sus cuentas durante años y entró en quiebra⁴⁵.

Respecto a la responsabilidad de las agencias de calificación, hay que considerar que se mueven en un mercado donde los productos financieros existentes se han multiplicado desde la década de los noventa, y junto a ellos, su complejidad y nivel de riesgo, **dificultando su calificación**. En los años previos al estallido de la burbuja de las hipotecas *subprime* en 2008, se crearon al mismo tiempo, los productos estructurados y complejos mencionados anteriormente que obtuvieron una calificación de *Investment Grade* por parte de las agencias. Sin embargo, meses después del *boom* financiero reevaluaron dichos productos con notas de bonos o productos basura (C+/C/C-). En este sentido, las mayores críticas surgen porque, si bien es cierto que estos productos son más complejos de calificar, las agencias deberían haber invertido mayor atención y estudio en ellos debido también a que supusieron en Europa entre el 40 y el 50% de los beneficios de las agencias en 2007, puesto que a mayor número de calificaciones, mayores beneficios.

Finalmente, en cuanto a las calificaciones de deuda soberana, fueron tardías, lentas y no reflejaron fielmente la realidad del mercado, puesto que **se sobrevaloraron las economías**. Esto supuso la bajada drástica de la calificación a países cuya nota hasta la fecha indicaban calidad y fortaleza en sus economías pero que después del estallido de la crisis financiera vieron como su situación no era tal. A esto se sumó a la importancia de las calificaciones por parte de los inversores en el mercado, lo que provocó el desplome de sus economías. Por ejemplo, en 2010 Grecia contaba con un déficit presupuestario que rondaba el 11% y una deuda de 24.000 millones de euros de más respecto a lo permitido por la Unión Europea. Sin embargo, a consecuencia de la rebaja de la calificación el pago de intereses se multiplicó por 5, pasando de 10.000 a 56.000 millones al año. Esto sumado al descenso de su economía como consecuencia inevitable de la crisis, hizo imposible el pago de la deuda contraída.

⁴⁵ Ver Yanis Varoufakis: *El Minotauro global*, Debolsillo, 2015, p 197 y ss.

Como puede observarse en los tres casos expuestos anteriormente, la actuación de las agencias de calificación estuvo marcada por unos mismos patrones de comportamiento: mantuvieron las calificaciones altas hasta el estallido de los sucesos, no asumieron su responsabilidad y se excusaron en que sus análisis se fundan en las auditorías y cuentas presentadas por las propias entidades o Estados, y en que sus *ratings* son meramente informativos y no eran una fuente para recomendar inversiones.

4. REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

4.1 PRECEDENTES A LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

Ante la internacionalización exponencial de los mercados financieros en los primeros años del siglo XXI y los errores cometidos y expuestos anteriormente en este trabajo, se generó la obligación de elaborar ciertas normas de funcionamiento con fin de establecer unos patrones mínimos de comportamiento entre los participantes en el mercado⁴⁶. De este modo, en diciembre de 2004, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) cuestionó la labor de las agencias de *rating* y a partir de sus estudios publicó el documento “Code of Conduct Fundamentals for Credit Ratings Agencies”⁴⁷ o también llamado El Código IOSCO en el que se establecen las pautas de comportamiento y actuación para las agencias.

⁴⁶ La IOSCO publicó en 2003 un documento referente a los servicios del mercado financiero: “Report on the Activities of Credit Rating Agencies”, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>, consultado 01/04/2016. Al mismo tiempo, editó un segundo documento complementario al primero acerca de las bases que velan para el funcionamiento de la industria: “Statement of Principles on the Activities of Credit Rating Agencies”, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>, consultado 01/04/2016.

⁴⁷ Ver en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, consultado 01/04/2016.

Este código se fundamenta principalmente sobre tres ejes por los que las agencias de calificación han de basarse con el fin de garantizar la calidad y la transparencia de los procesos de elaboración de las calificaciones: la calidad e integridad del proceso de calificación, la independencia y exclusión de intereses por parte de sus clientes sobre posibles calificaciones y finalmente, el compromiso de asumir responsabilidades en su tarea de elaborar *ratings* de la forma más transparente y confidencial con los emisores que les proveen la información.

A pesar de las líneas a seguir que establece este documento su cumplimiento no es obligatorio para las agencias sino que meramente se recomienda que le sigan para garantizar el buen funcionamiento del mercado. Se delega la supervisión de su cumplimiento efectivo en manos de los reguladores del mercado nacionales.

Por último, la IOSCO anima a las agencias a incorporar sus recomendaciones en los propios códigos de conductas de las agencias para facilitar su cumplimiento de forma más efectiva y sencilla.

4.2 REGULACIÓN EUROPEA

En el caso europeo el Legislador también se ha visto obligado a actuar. Así, se en 2009 aprobó el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009⁴⁸, sobre las agencias de calificación crediticia, la norma más ambiciosa hasta la fecha. En él se establecieron el marco jurídico y de actuación de las agencias, así como las definiciones de los diferentes agentes del mercado. En resumen, este reglamento persigue cuatro puntos fundamentales: mejorar la calidad de las evaluaciones realizadas ajustándose al estado real de las entidades evaluadas, aumentar la transparencia de la metodología e información utilizada para elaborar los *ratings*, garantizar la independencia entre los intereses particulares de las

⁴⁸Texto completo en <http://www.boe.es/doue/2009/302/L00001-00031.pdf>

agencias y de los actores del mercado y fijar la responsabilidad de las agencias crediticias en el mercado financiero⁴⁹.

Unos años después, se formuló el Reglamento n.º 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011⁵⁰, que modificaba el anterior Reglamento de 2009 en cuestiones de supervisión de las agencias, promulgando un mayor control público buscando subsanar las deficiencias e ineficacias del mercado.

Principalmente, este reglamento gira entorno a tres aspectos fundamentales. Primero, otorga a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), creada en 2010⁵¹, el papel de ser la responsable única del registro y supervisión de las agencias de calificación crediticia operantes en la Unión Europea, con la capacidad de delegar estas tareas en los máximos representantes de las autoridades nacionales y pudiendo celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades correspondientes de terceros países. En segundo lugar, se analiza la mejor manera de incrementar la transparencia de la información necesaria para la expedición de calificaciones. Además, la divulgación de esta información llevará consigo un aumento de la competencia entre las propias agencias lo que provocará más calificaciones no solicitadas, obligando a que dichos análisis se ajusten de manera fidedigna a la situación real del mercado, evitando los potenciales conflictos de interés entre calificador y calificado. En tercer lugar, se otorga a la AEVM la facultad sancionadora para imponer multas a las agencias ante actuaciones de dolo o incumplimiento de las normas del mercado fijadas anteriormente en el reglamento n.º 1060/2009.

⁴⁹Ver el Reglamento y el objeto del mismo en http://portaljuridico.lexnova.es/legislacion/JURIDICO/101601/reglamento-ce-n-1060-2009-del-parlamento-europeo-y-del-consejo-de-16-de-septiembre-de-2009-sob#Art00001_20091117115549

⁵⁰Ver en <https://www.boe.es/doue/2011/145/L00030-00056.pdf>.

⁵¹La creación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) se hizo efectiva mediante el El Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de septiembre de 2009. Ver en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:ES:PDF>

Posteriormente, se aprobó el Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013⁵², por el que se modificaba el Reglamento (CR) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Este documento surge a partir de una serie de principios aprobados por el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) destinados a mermar la dependencia de las autoridades y entidades financieras respecto a la calificación de las agencias.

Mediante este Reglamento se requiere a las agencias que proporcionen toda la información disponible a los inversores acerca de las probabilidades de incumplimiento de sus calificaciones crediticias y sobre la potencial evolución de las mismas en función de sus datos y de los resultados históricos publicados en el registro central creado por la AEVM. Además, los bancos centrales han de producir sus propias opiniones crediticias sobre las operaciones que realicen en el mercado, apostando por la independencia entre calificación crediticia y actuaciones en el mercado. Promulga la competencia entre las agencias obligando a establecer relaciones a los emisores o terceros con múltiples agencias cuyas cuotas no superen al 10% del mercado total.

Cabe destacar la inserción del Título III bis, formado por el artículo 35 bis, al Reglamento de 2009 por el que se regula la **responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia**. Se otorga a los inversores o emisores la capacidad de reclamar a las agencias que durante el ejercicio de su actividad hayan cometido de forma deliberada o por negligencia alguna infracción enumerada en el anexo III de este mismo Reglamento, siendo éstos quienes han de aportar la información acerca de la posible infracción cometida por la agencia de rating.

Por último, este Reglamento introduce modificaciones importantes en el Anexo I del Reglamento de 2009, relativo a la “independencia e inexistencia de conflictos de intereses” contenidos en el Anexo III previamente mencionado.

⁵²Ver en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=DOUE-L-2013-81055.

4.3 REGULACIÓN ESPAÑOLA

La regulación española sobre agencias de calificación fue tardía comparada con otros países occidentales, pues no fue hasta la década de los 90 cuando las agencias de *rating* comenzaron a emitir calificaciones de forma regular en nuestro país. Así, las agencias de calificación se han encargado de evaluar la deuda soberana, la de las comunidades autónomas, bancos, grandes empresas y fondos de inversión públicos o privados.

La primera referencia en el Derecho español la encontramos en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, en su artículo 5,8, donde se exigió que se evaluara el riesgo financiero de los valores emitidos entorno a los fondos de titulización hipotecaria por una entidad calificadora validada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Sin embargo, no fue hasta 2011 cuando se elaboró la Ley 15/2011⁵³, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. Esta Ley tiene como fundamento llevar a cabo ciertas modificaciones en nuestro ordenamiento jurídico para garantizar la máxima seguridad jurídica en la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 y permita al supervisor español del mercado de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cumplir con la normativa comunitaria, especialmente con la colaboración con la Autoridad Europea del Mercado de Valores.

Así, en primer lugar, se recogen varios ajustes en los referente al artículo 1.2 del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas; al artículo 62 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, sobre las empresas de servicios de inversión del Mercado de Valores; al artículo 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre de los fondos de titulización hipotecaria y al Título

⁵³ Ver en <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2011-10531>

V de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y de los depositarios de las instituciones de inversión colectiva.

Por otra parte, la Ley también modifica ella Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en los tres siguientes puntos: establece en su art. 92 un registro de las agencias de calificación crediticia establecidas en España con arreglo al Reglamento nº 1060/2009; otorga a la CNMV el poder de supervisión e inspección de las agencias establecidas y registradas en territorio nacional como las registradas por otra autoridad de la UE, recogido en los arts. 84, 85 y 91 de la Ley del Mercado de Valores; y, finalmente, incluyendo a todas las agencias de calificación registradas en España al régimen sancionador establecido de acuerdo a la LMV como entidades responsables en el mercado financiero.

5. POSIBLES ALTERNATIVAS A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Con el objetivo de mejorar el sistema de calificaciones y la calidad, tanto de las evaluaciones como del funcionamiento del sector, es necesario introducir modificaciones que ayuden a todos los agentes participantes en el mercado financiero internacional a tomar las mejores decisiones acordes a sus intereses. Para ello, se plantea en este apartado la incorporación de cambios por parte de las autoridades competentes en materia económica de los Estados que acoten el plano de actuación de las agencias de calificación y la apertura real del sector para la entrada de nuevos competidores que cuestionen el oligopolio de las tres grandes agencias americanas.

5.1 MEDIDAS PARA GARANTIZAR CALIFICACIONES VOLUNTARIAS E INDEPENDIENTES

La situación en la que se mueven las agencias, como hemos descrito anteriormente, es bastante compleja. Por un lado tienen la obligación de

realizar un trabajo voluntario e independiente pero por otro lado, evalúan a una parte importante de su accionariado, con las posibles consecuencias negativas para las agencias en caso de que éstos obtengan malas calificaciones.

Siguiendo el estudio del profesor Miguel Córdoba Bueno (2011)⁵⁴, se puede justificar el porqué de la encrucijada en estos dos puntos:

PRIMERO: A pesar de que se define el trabajo de las agencias como voluntario, se está forzando a las agencias a realizar un trabajo obligatorio calificando ciertos productos en los que puedan invertir los fondos de inversión desde el momento en que éstos tienen que invertir necesariamente en productos con *investment grade*. Por lo tanto, se cuestiona si desde los estatutos de los fondos es necesario exigir calificaciones cuando los *ratings* han de ser voluntarios. Se produce aquí un claro conflicto, donde debería existir una fuerte regulación por parte de las autoridades, ya sea el Banco de España o la CNMV, donde estas entidades se encargaran de decir si los productos son aptos para la inversión o no, olvidándose de otorgar una letra determinada siguiendo una escala. Probablemente, esto aumentaría el coste de las operaciones pero se evitaría tener calificaciones no necesarias ni obligatorias.

También el *rating* tiene importancia para las entidades financieras, pues a medida que la calificación empeore, aumentará el consumo de capital⁵⁵. Junto a esto, numerosos préstamos bancarios incluyen condiciones en las que estará vencido anticipadamente y tendrá que ser reembolsado en caso de que el *rating* de la empresa baje de un determinado nivel.

Por situaciones como éstas, el *rating* deja de ser un dato voluntario para ser un aspecto **indispensable** en la emisión de valores o la asignación de una determinada financiación a una entidad. Evidentemente, no todas las entidades o productos son necesarias las calificaciones pero sí son habituales para los productos cotizados en los mercados o los que atraen una gran masa de inversores, haciendo que se olvide la voluntariedad del *rating*.

⁵⁴ Miguel Córdoba Bueno: Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias, Fundación de Estudios Financieros (2011), nº42, pp 161-164.

⁵⁵ Según a lo establecido en los acuerdos de Basilea II, el consumo de capital para un activo con calificación AAA es del 0.6%; para un activo titulizado BBB, es del 48%; para un activo BB, es del 34% y, en el caso de BB-, consume un 52%.

SEGUNDO: En los comienzos de las agencias, eran los clientes los que deseaban obtener información restringida distribuida por ellas mismas y quienes pagaban por los estudios y ratings, pero con el paso de los años y el cambio del modelo de negocio son los emisores quienes pagan a las agencias por las calificaciones para que lleguen al general de los inversores, generando un **conflicto de intereses** entre las agencias y el calificado.

Por lo tanto, siguiendo las conclusiones del autor, debería buscarse un **tercer camino** que fusione la información pública y la eliminación de conflictos de intereses. Algunas de las siguientes medidas podrían ser las soluciones a este problema:

- **La creación de un canon** por parte de los mercados financieros que será abonado en un primer momento por el emisor de la calificación y que, en el momento del pago de cupón o dividendos, fuera compartido también por los inversores. De esta manera al ser un canon prefijado, toda inversión registrada en la CNMV tendría unos gastos compartidos por el emisor y por los inversores, eliminando los posibles conflictos de intereses. En este sentido, también sería conveniente que fuera la autoridad competente a nivel europeo quien fijara los precios de los *ratings* y se encargara de distribuirlos a los compradores, de este modo, daría igual quién fuera la agencia encargada de ese rating y se desligaría el acto de la calificación del contrato económico.
- **Ordenar las emisiones y los productos** de acuerdo a una escala de volumen y complejidad, de modo que los productos de características más simples o básicas necesitaran tan sólo una calificación, pero los productos complejos necesitaran dos o tres calificaciones simultáneas.
- **La introducción de un baremo de costes** de las calificaciones por parte del organismo regulador para poder asignar, mediante un sorteo, el *rating* de una emisión específica a una agencia o a otra indistintamente. Además, se necesitaría formular un modelo que mantuviera las cuotas, tuviera en cuenta el porcentaje de acierto en operaciones anteriores y un plan de liberalización progresiva del sector.

- **La inclusión de una calificación adicional**, proveniente de una agencia diferente a las Tres Grandes, para cualquier emisión de riesgo soberano.

- **Forzar la salida a bolsa de las tres grandes agencias de calificación** y exigir que, al menos un 70% de su capital, estuviera en manos de accionistas que no superaran el 1% del mismo. De este modo se eliminan los conflictos de intereses entre los propietarios de las agencias con sus inversiones en otras empresas, garantizando la exigencia de un trabajo transparente y en busca de los buenos resultados al final del ejercicio. Este punto sería uno de los más interesantes para llegar a una solución de la problemática de las agencias de calificación en el mercado financiero pero el más complejo de llevar a cabo, tanto como por la regulación liberal de Estados Unidos en relación al accionariado de las empresas como con el poder que tienen las agencias en el mercado financiero, ante su más que posible negación a llevar esto a cabo.

- La mayor parte de los analistas que elaboran los *ratings* defienden que los datos en los que se basan, provienen de las auditorías anuales que presentan las empresas. Si bien es cierto que es responsabilidad de los contables de cada una de las compañías que dichos documentos sean ciertos, también lo es que los *ratings* se actualicen en cualquier momento durante el año. Por lo tanto, si solo se basaran en las auditorías, las calificaciones emitidas durante el año estarían descontextualizadas. Es por ello, que los analistas de las agencias también tienen la responsabilidad de indagar sobre los estados trimestrales de las empresas y comprobar su veracidad para no cometer errores en sus *ratings*. Además, es necesario **regular la responsabilidad tanto de los auditores como de los analistas** de las agencias, delimitando el papel de cada uno y los castigos en caso de incumplimiento.

- **Garantizar el cumplimiento de unos estrictos códigos de conducta**, a pesar de que ya existen, en los que se impida la calificación de entidades donde haya familiares o altos cargos relacionados con las agencias.
- **Cambiar la mentalidad de los inversores.** Es una medida compleja pero es necesario que se exija por igual a los analistas financieros que emiten análisis sobre compañías cotizadas como a los ratings emitidos por las agencias, ya que en numerosas ocasiones sólo se ensalza el error en caso de haber sido cometido por las agencias. Además, hay que entender que las calificaciones no son más que opiniones basadas en unos parámetros de una agencia y no tomarlos como dogma para realizar inversiones en un determinado producto financiero. Por último, el regulador debería obligar a que se publicaran estadísticas de aciertos y fallos para que los inversores conozcan la capacidad para acertar o fallar con los pronósticos emitidos a lo largo del tiempo.

5.2 AUMENTAR EL NÚMERO DE PARTICIPANTES NO AMERICANOS EN EL MERCADO DE CALIFICACIONES

Ésta es otra de las alternativas que más respaldo ha tenido para hacer frente al control del mercado que poseen las tres grandes agencias de calificación estadounidenses. No obstante, los obstáculos y la reticencia para que otras grandes potencias económicas del mundo como China o Europa cuenten con potentes agencias a nivel mundial son muy altos. Sin embargo, la entrada de nuevos competidores que puedan hacer sombra a las Tres Grandes hará que la fiabilidad en cuanto a los *ratings* emitidos aumente, así como una notoria mengua en cuanto a los conflictos de intereses existentes en el mercado financiero internacional.

5.2.1 Agencia china: Dagong

A pesar de que S&P, Moody's y Fitch abarcan alrededor del 95% del mercado, existen unas 150 agencias de calificación en todo el mundo. Especialmente interesante es el caso de la agencia de *rating* china Dagong.

Dagong se creó en 1994⁵⁶ por decisión del Gobierno de China, la State Economic and Trade Commission de China (SETC) y el Banco Central Chino. Aunque se trata de una empresa privada según la legislación china, está sometida a supervisión por parte del Estado. Su fundador y CEO es Guan Jianzhong⁵⁷, economista chino afiliado al Partido Comunista y cuya visión de las agencias de calificación, las cuales recorrió y estudió previamente a fundar Dagong, es que ellas fueron corresponsables de la crisis financiera de 2007. El papel que ha tenido en el desarrollo de la economía china durante la época de los 90 ha sido muy importante y, actualmente, es la cuarta agencia a nivel mundial.

En palabras de su fundador, "la credibilidad y derecho de las Tres Grandes como calificadoras ha perdido todo sentido tras su papel en la crisis financiera de 2007"⁵⁸. Por ello, considera que Dagong y otras agencias de menor tamaño son necesarias para dar un nuevo enfoque a los *ratings* a nivel global. Por lo tanto, su objetivo es dar calificaciones más realistas y justas que las emitidas hasta ahora por las agencias norteamericanas.

En este sentido, Dagong, fue la primera agencia que rebajó la nota de "tripe A" a Estados Unidos en 2011, adelantándose a la primera agencia norteamericana que tomó la misma medida, S&P. Además Dagong distingue entre deuda a corto plazo y a largo plazo.

⁵⁶ Ver historia de Dagong en su página corporativa <http://en.dagongcredit.com/about/history.html>

⁵⁷ Ver en http://www.dagongeuropa.com/board_of_directors.php

⁵⁸ En una entrevista a CNN declaró: "La gente está acostumbrada a las calificaciones crediticias emitidas por las Tres Grandes pero la crisis financiera ha demostrado claramente que están equivocados. Ya no pueden asumir la responsabilidad de clasificar el mundo." En <http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/08/02/china.us.rating/>

Hoy en día, esta agencia de calificación obtuvo en junio de 2013 la autorización por parte de la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA) para registrarse y operar en Europa como agencia de *rating*, donde dispone de su oficina central en Milán y otra sucursal en Frankfurt desde donde emiten calificaciones de crédito de “forma independiente, objetiva, justa, transparente y oportuna”⁵⁹.

Por último, la expansión de Dagong no se está limitando a Europa sino que se ha establecido también en América y pretende ser una alternativa al oligopolio actual de agencias calificadoras mostrando, lo que en su opinión, son las debilidades del capitalismo occidental actual. Entre ellas está el sobreendeudamiento masivo que los países no podrán hacer frente, ni siquiera Estados Unidos, ya que a ninguna de las grandes agencias le interesa que los Gobiernos aumenten sus ingresos para hacer frente a su deuda, sino que tan sólo les interesa su capacidad de conseguir dinero. De hecho, según Guan Jianzhong, las economías occidentales improvisan activos financieros que venden a Estados y empresas mediante buenas calificaciones pero que eso no indica nada sobre la posibilidad de hacer frente a la posibilidad de hacer frente a las deudas⁶⁰.

Para comprobar si realmente sus análisis son una alternativa a los *ratings* emitidos por las tres agencias principales, realizaré un análisis sobre las correlaciones entre las últimas notas emitidas por cada una de las agencias de los bonos soberanos de las 25 principales economías a nivel mundial⁶¹.

Para ello, en el siguiente cuadro se recogen las calificaciones correspondientes a cada una de las economías y la agencia calificadora oportuna.

⁵⁹ Ver http://www.dagongeuropa.com/about_us.php

⁶⁰ Ver Werner Rügemer: *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Virus editorial, 2013, p 233 y ss.

⁶¹ En el estudio no aparece Nigeria porque Moody's no dispone de su calificación soberana, a pesar de encontrarse dentro de las 25 principales economías a nivel mundial

Cuadro 2: *Ratings de los bonos soberanos de las principales economías*

	Moody's	S&P	Ficth	Dagong
EEUU	Aaa	AA+	AAA	A-
China	Aa3	AA-	A+	AA+
Japón	A1	A+	A	A-
Alemania	Aaa	AAA	AAA	AA+
Reino Unido	Aa1	AA	AA	A+
Francia	Aa2	AA	AA	A+
India	Baa3	BBB-	BBB-	BBB
Italia	Baa2	BBB-	BBB+	BBB-
Brasil	Ba2	BB	BB	BBB-
Canadá	Aaa	AAA	AAA	AA+
Corea del Sur	Aa2	AA	AA-	AA-
España	Baa2	BBB+	BBB+	BBB+
Australia	Aaa	AAA	AAA	AA+
Rusia	Ba1	BB+	BBB-	A
Méjico	A3	BBB+	BBB+	BBB
Indonesia	Baa3	BB+	BBB-	BBB-
Holanda	Aaa	AAA	AAA	AA+
Turquía	Ba1	BB	BBB-	BB
Suiza	Aaa	AAA	AAA	AAA
Arabia Saudí	A1	A-	AA-	AA
Suecia	Aaa	AAA	AAA	AAA
Taiwan	Aa3	AA-	AA-	AA-
Polonia	A2	BBB+	A-	A
Bélgica	Aa3	AA	AA	A+
Argentina	B3	B-	B	B-

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenidos los *ratings*, se determina un número, en una escala de 1 a 22, siendo 1 una nota AAA y 22 la peor nota, es decir, D.

Cuadro 3: *Equivalencias numérica a las calificaciones*

Calificación	equivalencia numérica
AAA/Aaa	1
AA+/Aa1	2
AA/Aa2	3
AA-/Aa3	4
A+/A1	5
A/A2	6
A-/A3	7
BBB+/Baa1	8
BBB/Baa2	9
BBB-/Baa3	10
BB+/Ba1	11
BB/Ba2	12
BB-/Ba3	13
B+/B1	14
B/B2	15
B-/B3	16
CCC+/Caa1	17
CCC/Caa2	18
CCC-/Caa3	19
CC/Ca	20
C/Ca	21
D	22

Fuente: elaboración propia

A continuación se cambian las calificaciones por su equivalencia numérica.

Cuadro 4: *Ratings* numéricos de la deuda soberana por países

	Moody's	S&P	Ficth	Dagong
EEUU	1	2	1	7
China	4	4	5	2
Japón	5	5	6	7
Alemania	1	1	1	2
Reino Unido	2	3	3	5
Francia	3	3	3	5
India	10	10	10	9
Italia	9	10	8	10
Brasil	12	12	12	10
Canadá	1	1	1	2
Corea del Sur	3	3	4	4
España	9	8	8	8
Australia	1	1	1	2
Rusia	11	11	10	6
Méjico	7	8	8	9
Indonesia	10	11	10	10
Holanda	1	1	1	2
Turquía	11	12	10	12
Suiza	1	1	1	1
Arabia Saudí	5	7	4	3
Suecia	1	1	1	1
Taiwán	4	4	4	4
Polonia	6	8	7	6
Bélgica	4	3	3	5
Argentina	16	16	15	16

Fuente: elaboración propia

Ahora procedemos a realizar el análisis de correlaciones de Pearson⁶², obteniendo:

⁶² El análisis de correlaciones de Pearson se emplea para medir el grado de covariación entre dos variables cuantitativas, cuya relación tiene que ser lineal. El coeficiente de correlación de Pearson se define como:

$$r_{xy} = \frac{\sum z_x z_y}{N}$$

Esto hace referencia a la media de los productos cruzados de las puntuaciones estandarizadas de las variables X e Y. El valor oscila entre 0 y 1, siendo los valores cercanos a 0 aquellos en los que existe poca dependencia y los cercanos a 1 los que poseen mayor relación entre ellos.

Cuadro 5: Análisis de correlaciones

	Moody's	S&P	Fitch	Dagong
Moody's	1			
S&P	0,986	1		
Fitch	0,987	0,979	1	
Dagong	0,833	0,887	0,883	1

Fuente: elaboración propia

Según los datos obtenidos, existe una fuerte correlación entre todos los datos, siendo su p-valor inferior al 0,01, aceptando la hipótesis de la existencia de correlación. Primeramente, la correlación más fuerte se produce entre Moody's y Fitch, siendo el 98.7% de las calificaciones idénticas. Entre Moody's y S&P también es tremendamente alta, pues el 98,6% de las notas coinciden. En el caso de la correlación existente entre Fitch y S&P es igualmente alta, alcanzando el 97,9% de las notas coincidentes.

En cambio, la correlación entre Dagong y el resto de grandes agencias es inferior al 90% en todos los casos. Con S&P tiene el mayor número de *ratings* coincidentes, el 88,7% de los casos. Respecto a Fitch, se obtiene un valor muy similar, el 88,3%, mientras que entre Dagong y Moody's se establece el valor de correlación más bajo, llegando tan sólo al 83,3% de los datos.

Sin embargo, si nos fijamos en el cuadro 4, dos de los países donde existe una mayor diferencia entre las calificaciones son en Estados Unidos y en China, países de origen de las cuatro agencias que estamos analizando. Por lo tanto, es razonable plantear que ocurriría si desaparecen ambos países del análisis. Si rehacemos las correlaciones de los bonos soberanos excluyendo estos dos países obtenemos:

Cuadro 6: Análisis de correlaciones excluyendo EEUU y China

	Moody's	S&P	Fitch	Dagong
Moody's	1			
S&P	0,986	1		
Fitch	0,987	0,981	1	
Dagong	0,925	0,919	0,936	1

Fuente: elaboración propia

A la vista de los resultados, se muestra claramente como la coincidencia de las calificaciones al excluir a estos dos países aumenta sensiblemente, siendo las correlaciones entre las cuatro agencias superiores al 91% en todos los casos.

Finalmente, se puede concluir que la aparición de una nueva agencia en el mercado de las agencias de calificación puede cumplir con el objetivo planteado: dar un nuevo punto de vista que difiera de las tres grandes agencias, siempre y cuando no califique a su país de origen. Por lo tanto, una de las soluciones para resolver el conflicto existente en los mercados financieros internacionales es que las agencias no califiquen a su propio país, reduciendo así las posibles adulteraciones de las notas por los conflictos de intereses existentes.

5.2.2 Agencia europea de calificación: una tarea a desarrollar

Desde los años 90 ha estado presente la idea de crear una agencia de calificación europea en el seno de la Unión Europea pero no ha sido hasta 2003, tras el estallido del caso Parmalat, cuando se exhibió en sede parlamentaria la necesidad de calificar a las empresas europeas desde otra perspectiva diferente que la arrojada por las tres grandes agencias de *rating* norteamericanas.

Fue a finales de 2009 cuando se retomó esta idea fundamentada principalmente en la rebaja de las calificaciones gubernamentales a los países que habían sido rescatados por la UE, denominados despectivamente como PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España en inglés, Spain). Las autoridades europeas se negaban a aceptar que las economías de estos países cayeran estrepitosamente por la rebaja fulminante de sus calificaciones tras estallar la crisis económica. De hecho, el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, declaró que “probablemente es oportuno no seguir teniendo un oligopolio mundial de tres agencias” y el ministro de Finanzas alemán Wolfgang Schäuble manifestó que “Alemania colaboraría con Francia para lograr a nivel

europeo el estallido del oligopolio de las tres grandes agencias”⁶³. Quizá la voz más favorable a una mayor regulación de las agencias y de la creación de una europea fue el comisario europeo de Mercado Interior, Michel Barnier, quien planteó prohibir a las agencias de *rating* que calificaran a los países de la Unión rescatados o en dificultades y expresó que en su opinión “las agencias de *rating* no han visto llegar la crisis, no han calificado correctamente determinados productos y empresas”⁶⁴.

A pesar de que varios organismos europeos se postularon favorables a la creación de esta agencia, tales como el BCE o la Comisión Europea, en el momento de plasmar su creación se mantuvieron en un segundo plano. Tuvo que ser el Parlamento Europeo quien propusiera el 8 de junio de 2011, de la mano del parlamentario alemán Wolf Klinz, la creación de una agencia de calificación europea “totalmente independiente”, financiada por el sector privado, concretamente, el financiero. Esta agencia debía aclarar los criterios que emplea en sus calificaciones y obtendría su fuente de financiación a través de “tasas abonadas por el sector financiero privado”⁶⁵.

Otro de los principales acreedores de esta agencia europea fue la consultora alemana Roland Berger quien lideró su lanzamiento, cuya sede central se situaría en Frankfurt. Este lanzamiento, se debería haber completado en el segundo trimestre de 2012 según las estimaciones de la consultora pero ni siquiera en 2013 habían conseguido reunir una tercera parte del capital necesario, 300 millones que, según su impulsor, Markus Krall, serían necesarios para comenzar con su actividad. En su opinión, esta institución debía ser independiente de los dirigentes políticos, por lo que rechazó una posible financiación a través de impuestos. Por ello, cuando la compañía estuviera en marcha, serían los inversores quienes deberían pagar, y no las empresas evaluadas, por la información. De este modo se evitarían los posibles conflictos de intereses.

⁶³ <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/2306542/07/10/Trichet-arremete-contra-el-oligopolio-de-las-agencias-de-calificacion-.html> consultado 26/06/2016

⁶⁴ <http://www.euroxpress.es/noticias/bruselas-contra-las-agencias-de-calificacion> 26/06/2016

⁶⁵ Parlamento Europeo: “El parlamento Europeo propone crear una agencia europea de notación”, comunicado de prensa del 08/06/2011

Sin embargo, ya sea por la elevada inversión, por la cantidad de burocracia necesaria para operar en este mercado o porque el principal valedor en la comisión Europea, Michel Barnier, no desempeña el cargo de comisario de Mercado Interior desde 2014, la idea de crear una agencia europea de calificación ha quedado, de momento, en el olvido.

6. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo se ha mostrado la situación de las agencias de calificación en el mercado financiero mediante un análisis de su historia, de los propietarios y de los *ratings* emitidos, quedando patentes la existencia de **conflictos de intereses** entre emisores y calificados y el hermetismo de este sector. Estos conflictos de intereses vienen provocados por el hecho de que los propietarios de las agencias son, en primer o en último término, los mismos dueños de las principales entidades calificadas, lo que incita a la emisión de *ratings* erróneos, las cuales han sido el detonante de algunas de las crisis económicas más importantes de las últimas décadas.

Además, el método utilizado para realizar los *ratings* se fundamenta en modelos matemáticos totalmente desconocidos que permanecen **opacos a la revisión de un organismo supervisor**. Estos análisis cuantitativos se apoyan en la inclusión de variables cualitativas que ayudan a aumentar el grado de desconocimiento de sus análisis, sumado a que es el emisor del *rating* es quien paga la calificación, provoca una situación de desconfianza por parte de los inversores. Esto se ha traducido en sucesivos escándalos financieros que han hecho tambalear al mercado financiero internacional y dañado la imagen de las agencias dado que se han emitido *ratings* a cambio de grandes contraprestaciones monetarias cuyas calificaciones no se adaptaban a la situación real de las compañías, siendo letal para sus inversores tal como queda demostrado en la crisis asiática de 1997, el caso Enron o en la crisis de las hipotecas *subprime* de 2008. En estos tres casos la actuación de las agencias fue muy parecida, siguieron un patrón de comportamiento que se basó en mantener las altas calificaciones hasta que estallaron los escándalos,

no asumieron su parte de responsabilidad como organismo calificador y se excusaron en que sus análisis son meramente informativos y que dependen de las auditorías y cuentas anuales presentados por las empresas y Estados.

A pesar de ello existen posibles soluciones para generar un halo de esperanza y confianza en el mundo de las calificaciones financieras, ya que su papel en los mercados financieros internacionales es necesario puesto que distribuyen información profesional a un número mayoritario de inversores que sin su trabajo no podrían conocer. Por ello, una de las soluciones planteadas en este trabajo es que el Legislador garantice la emisión de *ratings* de calidad, independientes y cuyas conclusiones sean claras y entendibles para todos los accionistas.

En cuanto sea posible una mayor apertura a la entrada de **nuevos competidores** en el sector, se producirá un aumento de la competencia y de la necesidad de ajustar las calificaciones con la situación real de los emisores, que añadido a una **nueva regulación europea** más potente y a la **inclusión de la agencia china, Dagong**, y la posible creación de una **Agencia Europea de Calificación** haría aumentar de 3 a 5 los principales actores del mercado, hace prever un funcionamiento más preciso del mercado.

Sin embargo, uno de los principales problemas de calificación se encuentra cuando las agencias evalúan a sus países de origen, ya que tienden a inflar las notas debido al conflicto de intereses entre los propietarios. Por ello entendemos que la creación de una agencia de calificación europea tal y como se planteaba en el seno de la Unión no sería totalmente efectiva, puesto que la idea era que estuviera financiada por el sector financiero, lo que puede llevar a cometer los mismos errores de sobrevaloración de los *ratings* como sucede con las agencias americanas con Estados Unidos o con Dagong cuando califica a China. Si el Parlamento Europeo o la Comisión ganaran poder de **control sobre las agencias**, las calificaciones podrían ajustarse rigurosamente a la calidad de la deuda de los emisores, velando por la estabilidad de los países rescatados o cuyas economías están muy debilitadas y poder contribuir a su recuperación económica.

Finalmente, tras analizar la situación del mercado financiero y del papel de las agencias de calificación, se puede concluir que si no se establece una legislación más potente, un cambio en el modelo de negocio actual evitando los conflictos de intereses, que los *ratings* sean actualizables a lo largo del año y no se basen en las auditorías anuales y un desendeudamiento progresivo de las empresas y Gobiernos continuarán creciendo las desigualdades y los periodos de crisis económicas, cuyas consecuencias, desgraciadamente, se conocen y son devastadoras para la mayoría de la economía y para la población.

7. BIBLIOGRAFÍA

ADROVER, M. (2011): “Bruselas contra las agencias de calificación”, *Euroxpress*, 21 de octubre.

BBVA (2015): Causas y evolución de la crisis financiera [en línea], en <https://info.bbva.com/es/noticias/disturbios-conflictos/crisis/causas-evolucion-la-crisis-financiera> [consulta: 30/05/2016].

BBVA (2015): Qué son los bonos basura [en línea], en <https://info.bbva.com/es/noticias/economia/bancos/finanzas-personales/que-son-los-bonos-basura/> [consulta: 14/05/2016].

Bhatia, A.V (2002): “Sovereign Credit Methodology: An Evaluation”, International Monetary Fund Working Paper.

BLACKROCK (2009): *Annual Report 2009*, [en línea], en <http://thomson.mobular.net/thomson/7/3110/4248/> [consulta: 02/05/2016].

BLACKROCK (2014): *Annual Report 2014*, [en línea], en http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/11/119943/2014AnnualReport/ [consulta: 02/05/2016].

CÓRDOBA BUENO, M. (2011): Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias, Fundación de Estudios Financieros nº 42.

DEL PINO, J. (2002): “El mayor donante a las campañas de Bush ganó 114 millones con la quiebra de Enron”, *El País*, 14 de enero.

FIMALAC (2014): *Annual Report 2014*, [en línea], en http://www.fimalac.com/items/files/3ee5488040ec33c05113e4d95b09cc9e_Rapport-annuel--VA---exercice-2014.pdf [consulta: 03/05/2016].

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010): "The Uses and Abuses of Sovereign Credits Ratings" en *Global financial stability report: Sovereign, Funding and Systemic Liquidity* [en línea], en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/chap3.pdf> [consulta: 10/05/2016].

FRANCE PRESS (2010): "Trichet arremete contra el oligopolio de las agencias de calificación", *El País*, 13 de julio.

GALBRAITH, J.K (1972): *El crash de 1929*, Barcelona, Ariel, 2008.

IOSCO (2003): *Report on the Activities of Credit Rating Agencies* [en línea], en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf> [consulta: 01/04/2016].

IOSCO (2003): *Statement of Principles on the Activities of Credit Rating Agencies* [en línea], en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> [consulta: 01/04/2016].

IOSCO (2015): *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies* [en línea], en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf> [consulta: 01/04/2016].

LANGOHR, H. y LANGOHR, P. (2008): *The rating agencies and their credit ratings*, Chichester, Wiley Finance.

LÓPEZ VILLAFANE, V. (1999): *Asia en transición: auge, crisis y desafíos*, Méjico, Siglo Veintiuno Editores.

LOSADA LÓPEZ, R. (2009): *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, Madrid, Comisión Nacional del Mercado de Valores.

MARTÍN VALERO, V. (2012): *El lado oscuro del capitalismo, el caso Enron*, Alicante, Publicaciones de la Universidad de Alicante.

MCGRAW HILL COMPANIES (2015): *Annual Report 2015*, [en línea], en <http://media.mhfi.com/documents/MHFI-ar2015.pdf> [consulta: 30/04/2016].

MOODY'S (2009): *Annual Report 2009*, [en línea], en http://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc_financials/annual/9197752.pdf [consulta: 02/05/2016].

MOODY'S (2016): *Moody's History: A century of market leadership* [en línea], en <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx> [consulta: 22/03/2016].

MORALES-ARCE, R. (et. al) (2010): *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*, Madrid, Universidad Nacional de Educación a Distancia.

PARLAMENTO EUROPEO (2011): “El parlamento Europeo propone crear una agencia europea de notación”, comunicado de prensa, 8 de junio.

PÉREZ, M.J. (2012): “¿Quién se esconde detrás de las agencias de *rating*?”, *ABC*, 23 de enero.

ROBINSON, M. (2014): “Hearst to increase stake in ratings firm Fitch to 80%”, *Bloomberg*, 12 de diciembre.

RÜGEMER, W. (2013): *Las agencias de calificación, una introducción al actual poder del capital*, Barcelona, Virus editorial.

STANDARD & POOR´S (2010): *Guía sobre los criterios de las calificaciones crediticias* [en línea], en https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1497863&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION [consulta: 22/03/2016].

STEVEN, J. (2011): “Chinese agency downgrades U.S. credit rating”, *CNN*, 3 de agosto.

Tapia, A. (2010). *Las Agencias de Calificación Crediticia*, Pamplona, Thomson Reuters.

Tapia, A., et al (2011). *Agencias de calificación crediticia*, Madrid, Funcas, Perspectivas del sistema financiero nº 103.

Unión Europea (2009): El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de calificación crediticia por el que se modifica el Reglamento (CR) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia [en línea], en <http://www.boe.es/doue/2009/302/L00001-00031.pdf> [consultada: 10/04/2016].

Unión Europea (2011): El Reglamento nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo [en línea], en <https://www.boe.es/doue/2011/145/L00030-00056.pdf> [consultada: 10/04/2016].

Unión Europea (2013): el Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CR) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia [en línea], en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=DOUE-L-2013-81055 [consultada: 10/04/2016].

VAROUFAKIS, Y. (2015): *El Minotauro global*, Barcelona, Debolsillo.

Otros recursos web:

www.dagongcredit.com

www.dagongeuropa.com

www.evercore.com

www.finance.yahoo.com

www.fitchratings.com

www.forbes.com

www.hearst.com

www.j3sg.com

<http://www.mheducation.com>

www.moody.com

www.sec.gov

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

www.standardandpoors.com

www.strategicgroup.com

8. ANEXO I

Puntos principales para definir las calificaciones de países o de empresas, haciendo el cambio de los términos necesarios para hablar de los primeros o de los segundos, ya sea por ejemplo, “Consejo de Gobierno” por “Consejo de Administración”.

1. Riesgo político
 - ❖ Forma de gobierno y participación política
 - ❖ Integración política a nivel mundial
 - ❖ Estabilidad geopolítica, probabilidad de guerras
 - ❖ Estabilidad a nivel interno: revoluciones, levantamientos civiles o cambios en el régimen político
 - ❖ Grado de flexibilidad política para resolver los asuntos económicos

2. Estructura económica
 - ❖ Tipo de vida, ingresos, igualdad social, pib per cápita
 - ❖ Grado de apertura al comercio global: importaciones y exportaciones
 - ❖ Diversificación de los productos en la actividad comercial
 - ❖ Recursos naturales disponibles

3. Esperanzas de crecimiento económico
 - ❖ Tamaño y estructura del ahorro e inversión
 - ❖ Tendencia y grado de crecimiento del mercado financiero

4. Flexibilidad fiscal
 - ❖ Presupuestos generales del estado
 - ❖ Nivel del peso del sector público y capacidad de privatización
 - ❖ Tendencia y dirección del gasto público

5. Deuda pública
 - ❖ Deuda pública e interés de la misma
 - ❖ Fortaleza de la moneda y política económica

- ❖ Cuantía y garantía del pago de las pensiones
 - ❖ Activos financieros en manos públicas
6. Estabilidad de precio
- ❖ Tendencia de la evolución de los precios: grado de inflación
 - ❖ Política económica relativa al cambio de divisas
 - ❖ Grado de dependencia del Banco Central
7. Flexibilidad de la balanza de pagos
- ❖ Estructura actual de la balanza de pagos
 - ❖ Grado de dependencia y comportamiento ante el cambio de la política monetaria
 - ❖ Composición de *flows* de capital
8. Deuda exterior y liquidez
- ❖ Tamaño y composición de la deuda exterior pública
 - ❖ Importancia del sector bancario y entidades públicas
 - ❖ Vencimientos y capacidad de pago
 - ❖ Nivel y tamaño de las reservas públicas
 - ❖ Historial de deudas

Como ilustración, se muestra la clasificación elaborada por Standard & Poor's y presente en el estudio elaborado por el Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 7: Metodología para evaluar los bonos soberanos

1. Political stability	Political event risk	--
2. Economic prospects I: structure	Economic prosperity, diversity and resilience	• Nominal US\$ GDP per capita
3. Economic prospects II: growth	Economic growth trends	• Growth of real local currency GDP per capita
4. Fiscal flexibility I: revenue, expenditure and balance performance	Budgetary flexibility	• General government fiscal balance/GDP
5. Fiscal flexibility II: debt and interest burdens	Strength of government balance sheet	• General government net debt/GDP • General government gross interest payments/Gross revenue
6. Fiscal flexibility III: off-budget and contingent liabilities	Unreported and contingent claims on sovereign balance sheet	• Estimated off-budget and contingent liabilities/GDP
7. Monetary stability	Sustainability of monetary and exchange rate policies	• Core inflation
8. External flexibility I: liquidity	Reserves adequacy and market access	• Gross external financing requirement/Gross usable reserves
9. External flexibility II: public sector net external debt	Strength of public sector external balance sheet	• Public sector net external debt/Current account receipts
10. External flexibility III: bank and private sector net external debt	Strength of financial system and nonfinancial private sector external balance sheets	• Financial system net external debt/Current account receipts • Nonfinancial private sector net external debt/Current account receipts

Fuente: Ashok Vir Bhatia: Sovereign Credit Methodology: An Evaluation, International Monetary Fund, October 2002