

FUNCAS: Nº 103 DE PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

“SOCIEDADES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA”

SOCIEDADES DE RATING: RELACIONES Y RIESGOS ENTRE EMISORES E INVERSORES

El efecto fundamental de las **agencias de calificación crediticia (ACC)** – como señala el profesor **Alberto Tapia**, de la **U. Complutense de Madrid**, en el nº103 de **PERSPECTIVAS** – es que permite a los **inversores calibrar** mejor el **riesgo** en que **incurren** en sus **relaciones** con las **entidades emisoras** y sirve de criterio para medir la **cuantía** de los **intereses** que la **clientela** puede mostrarse dispuesta a **pagar**.

Según Tapia, para Standard and Poor's las **calificaciones crediticias** merecen la **misma protección** que los **artículos de opinión periodísticos** y sostiene que unas y otros son —o, en el segundo caso, pueden ser— **opiniones** que se pronuncian sobre **acontecimientos futuros**, respecto de las cuales el **público —inversor**, en el caso de las **calificaciones crediticias**, o la **opinión pública**, en el caso de los **artículos periodísticos**— puede **discrepar**. “Con esta defensa – indica el profesor **Tapia** –, **Standard & Poor's** ha querido no sólo **defender** sus **calificaciones**, sino también **rehabilitar** su **reputación maltrecha**, como la del **resto de ACC** y la ha utilizado también en aquellos litigios en los que, no siendo parte demandada, era requerida para aportar sus documentos en un litigio entre dos compañías clientes”.

Frente a esta **línea de defensa**, basada en la libertad fundamental de expresión, se han **alzado voces** que han objetado que las **calificaciones crediticias** se **pagan** por las **entidades calificadas**, generando un **conflicto de interés sistémico**. Además, a diferencia de los editoriales periodísticos, las **calificaciones** tienen **efectos directos** sobre la **riqueza**, y la **pobreza**, de **millones de inversores** que **confían** en la **objetividad** de las **ACC** que las **emiten**. Es más, un **examen** de la **jurisprudencia** del **Tribunal Europeo de Derechos Humanos** y de **nuestro Tribunal Constitucional** pone de manifiesto que la **libertad de expresión** constitucionalmente protegida **no debe servir** para **amparar** a una **ACC** por los **daños** que puedan **producir** a **terceros** las **calificaciones** que **emita** de forma **negligente** o **maliciosa**, sostiene Tapia.

LA REGULACIÓN EUROPEA Y LAS ACC

Raúl Saugar, **Subdirector General de Legislación y Política Financiera** del **Ministerio de Economía y Competitividad** señala, en la publicación de **FUNCAS**, cómo desde los primeros momentos de la **crisis financiera global** en **2007**, el **papel** de las **agencias** ha sido **cuestionado** desde diferentes ámbitos, sociedad civil, supervisores, reguladores e incluso desde algunos de los principales actores en los mercados financieros. **Tampoco** la **estructura de mercado** de las **agencias** parece haber **contribuido** a **mejorar** las **calificaciones crediticias** como piedra angular de las **decisiones** de **inversión** y **financiación**. La **estructura** del **sector** se caracteriza por la existencia de **tres grandes agencias dominantes** que operan a nivel global, **Standard & Poor's**, **Moody's Investors Service** and **Fitch Ratings**, agencias que **poseen** en torno al **95%** de cuota de **mercado**, emiten el **97%** de las **calificaciones** y suman el **98%** de los **ingresos** por **calificaciones**. La estructura de mercado actual no hace, a juicio de la **Comisión Europea**, sino **aumentar** la **dependencia** de los inversores respecto de las **calificaciones** de las **agencias dominantes**.

La **Comisión Europea** ha **detectado** una **falta** de **transparencia** en las **metodologías aplicadas** por las **agencias**, con el con siguiente **impacto** en términos de **estabilidad** del **mercado**. Adicionalmente, también se han **detectado problemas** en relación con el **tiempo** de **notificación previa** a los **emisores** de las **calificaciones**. En las **doce horas naturales previas** las **agencias** deben **comunicar** al **emisor** su **calificación**, siendo éste un tiempo manifiestamente insuficiente para comprobar datos complejos y detectar posibles errores fácticos.

El **carácter transnacional** de las **ACC**, tanto a nivel organizativo, como a nivel de uso de las calificaciones, ha **impulsado** una **necesaria coordinación internacional**, demostrando que existe una voluntad generalizada de **poner fin** a la **inestabilidad** de los **mercados**.

La **propuesta de reforma** del **Reglamento ACC** presentada recientemente por la **Comisión Europea** pretende profundizar en la **solución** de los **problemas identificados**: **dependencia mecánica** en las **calificaciones** por parte de los **usuarios**, **conflictos de interés**, **deficiencias** en los **procedimientos** y en las **metodologías** empleadas en el **proceso** de **calificación**, **falta** de **competencia**, **ausencia** de **mecanismos** de **resarcimiento** para los **inversores** y **necesidad** de **mejora** en algunos aspectos relativos a la **calificación** de la **deuda soberana**.

LOS LÍMITES AL RATING

“La **influencia** de las **ACC** – afirma el profesor **José Antonio Trujillo, U. de Minnesota** y **U. Complutense de Madrid** – resulta **desmedida** y se ha convertido en un **foco de inestabilidad** para el **sistema**”.

El **papel** de las **agencias** en la **gestación** de la **burbuja de deuda**, el **estallido** de la **crisis** y su posterior evolución ha dado lugar a **nueva regulación** que pretende **limitar** los **problemas derivados** de su **modelo de negocio** y de la **ausencia de responsabilidad**. No obstante, según Trujillo, hasta el momento la **regulación** es de **alcance muy limitado**, y no entra en los aspectos más importantes: el significado de los **ratings** y el alcance de su utilización. Es evidente la dificultad de eliminar los **ratings** de la regulación financiera a corto plazo; sin embargo, sí se deberían modular atendiendo a lo que la evidencia empírica y el sentido común nos dicen. Quizá – añade **Trujillo** – **no** se debería pretender **clasificar** los **activos** en más de **cinco escalones**, al tiempo que los **ratings** deberían estar compuestos de **tres o cuatro variables explícitas**.

Señala Trujillo que con objeto al menos de **mitigar** el **ruido** creado por la **información** de las **agencias**, deberían **regularse** sus **procedimientos de difusión de información**. Los ratings y las opiniones de las agencias contienen información susceptible de afectar a los mercados; por tanto, es **exigible** que **no se produzcan situaciones de información privilegiada**. Si los ratings están en la regulación y las agencias se benefician de dicha situación, es exigible que la **información** que **generan** sea de **libre acceso**, sin coste y de **difusión imparcial**. Si no pueden ser sujetos de **responsabilidad** por las **opiniones** que emiten, sí deben serlo por cómo las **transmiten**.

Debería **olvidarse**, por otra parte, la pretensión de que los **ratings** sirvan para **predecir eventos extremos**. O, dicho de otra manera, no se debería actuar como si la exigencia del máximo nivel de rating a un activo fuera garantía de inmunidad frente a eventos extremos. En todo caso, la **regulación** debería hacer más **énfasis** en la **calidad** y la **transparencia** de la **información** según el tipo de **ente calificado** (empresa, banco, financiación estructurada) y **depender menos de medidas sintéticas de riesgo**, con pretendida validez universal y de largo plazo, surgidas de auténticas cajas negras.

EFFECTOS DE LOS RATINGS: EL CASO ESPAÑOL

En la misma línea de de **recabar mejoras** en el **funcionamiento, regulación y supervisión** de las **ACC, Santiago Carbó y Francisco Rodríguez (U. de Granada y FUNCAS)** y **David Marqués-Ibáñez (Departamento de Investigación Financiera del BCE)** analizan los **efectos** de los “**ratings**” de las **titulizaciones de crédito**, con especial atención al **caso español**.

En **España**, los **cambios** en la **calificación** de las **agencias de rating** parecen **reaccionar** con cierto **retardo** al **aumento** del **riesgo** de los **créditos**, y la **morosidad** de estos **créditos** es **mayor** para las **entidades financieras** que en los **años anteriores** a la **crisis** experimentaron un **mayor crecimiento** del **crédito**. A su vez, ese **crecimiento** del **crédito** pudo verse **estimulado** por un **mayor recurso** a la **titulización crediticia**.

Los autores recuerdan cómo desde **2009**, la actividad de **titulización** en **España** se ha visto particularmente **afectada** de forma **negativa** por la **incertidumbre y desconfianza** en el **mercado de deuda**. Entre **2008 y 2010** se **anunciaron 43 mejoras** (upgradings) y **871 rebajas** (downgradings) en la **calificación** de los **MBS** (fondos de titulización hipotecarios) y **ABS** (fondos de titulización de otros activos, restringidos al consumo y a empresas) **españoles**. Este **deterioro** generalizado está **vinculado** a la evolución de la **morosidad crediticia**. Mientras que en **2007** la **tasa de morosidad** se situaba en torno al **1%**, esta **tasa aumentó** hasta el **5,7%** en **2010**. Es importante destacar que el **aumento** de las **tasas de morosidad** estuvo **precedido** por un **crecimiento** del **crédito muy significativo** en los **años anteriores** y, en particular, durante el año **2006**, cuando el **crecimiento anual** del **crédito bancario** fue, en **promedio**, del **25%**.

Tomados en su conjunto, estos resultados sugieren que la **información** que las **agencias de rating** pueden haber **proporcionado** a los **inversores no refleja** los **riesgos de crédito esperados** a largo plazo de forma adecuada y, por lo tanto, que es **preciso aumentar** su **eficiencia informativa**. Entre otros factores, las **ACC** parecen **variar** sus calificaciones en parte influidas ratings por características ajenas a los activos de los títulos que evalúan (por ejemplo la rentabilidad o la solvencia del emisor), por lo que es preciso establecer mejoras en los sistemas de evaluación.

EL OLIGOPOLIO NATURAL DE LA INDUSTRIA DEL RATING

La **crisis financiera actual** – puntualiza **Ramiro Losada, CNMV**, en el nº103 de **PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO**, de **FUNCAS** – es **responsable** en gran parte del **debate** sobre el **papel** de las **agencias de rating** en los **mercados financieros**.

Losada, comenta como tras el estallido de la **crisis subprime**, se acusó reiteradamente a las **agencias de rating** de **mantener un conflicto de intereses** con los **emisores**. Así como en las **quiebras** de **Enron** y **Parmalat** es difícil

encontrar razones objetivas para creer que las agencias actuaran en favor de los emisores, en el caso de los **productos estructurados** los **incentivos** son los adecuados para que se **diera** ese **comportamiento**. Otro hecho que supone un **síntoma** de **conflicto** de **interés** entre **agencias** y **emisores** fue la **proliferación** de **productos estructurados** altamente **sofisticados**. La **emisión** de unos **ratings** que se han comprobado como **excesivamente altos** contribuyó al **éxito** de los **productos estructurados**.

Señala Losada que la **industria** del **rating** se caracteriza por ser un **oligopolio natural**, cuyo principal **negocio** es **proveer** al **mercado** con **evaluaciones** que **reduzcan** las **asimetrías** de **información** en los **mercados financieros**. Estas dos características hacen, como se ha indicado, que la industria de las **agencias** de **rating** tenga una **relación estrecha** con **dos fallos** de mercado: la **falta** de **competencia perfecta** y la **información imperfecta**. La confluencia de estos fallos de mercado hace que la **industria** de **rating** sea **susceptible** de ser **regulada**. Sería conveniente **estudiar** el **uso** de los **instrumentos** con **liquidez** en la **regulación financiera** para **evaluar** el **riesgo** de **crédito** a través de **medidas** que **reduzcan** su **volatilidad diaria**, como pueden ser **medias diarias** de **precios mensuales**, **trimestrales** o **incluso anuales**.

LA INVERSIÓN EN PRODUCTOS ESTRUCTURADOS DE ELVADO RIESGO ANTERIOR A LA CRISIS RESPONDIÓ EN PARTE A SU ELEVADA CALIFICACIÓN CREDITICIA

Miguel Córdoba, U. CEU San Pablo, se pregunta en la publicación de **FUNCAS** ¿cómo es posible que **productos** tan **sofisticados** como las **financiaciones estructuradas** y con tan **elevado riesgo** pudieran ser **comprados** por todo tipo de **inversores institucionales** y **particulares**? Sencillamente, porque confiaban ciegamente en el **rating** **asignado** por las **agencias de calificación**.

Los **tramos AAA** de las **calificaciones** suelen ser adquiridos por **inversores institucionales**, y en particular **compañías de seguros**, mientras que los **tramos BBB** y los que están por debajo bien los **adquieren hedge funds** (fondos de inversión libre) o bien se los quedan los **propios bancos** de **inversión** en cartera.

Con este esquema genérico – señala el profesor **Córdoba** –, los **nuevos banqueros** de **Wall Street** se **lanzaron** de forma **desenfrenada** en los años **2003** a **2007** a emitir **productos estructurados** por los que cobraban entre un **2%** y un **6%**, con un esquema absolutamente destajista, es decir, **cuanto más colocaran, más ricos serían** tanto ellos como sus jefes. Las **grandes entidades emisoras** de **CDS** (Credit Default Swap), todas ellas valoradas con **triple A** por las agencias de calificación, como **Fannie Mae**, **Freddie Mac** o **AIG**, la mayor aseguradora del mundo, directamente **quebraron**, y tuvo que ser el **Tesoro americano** el que acudiera al rescate con cantidades escandalosas de dinero, en una operación desconocida hasta entonces.

Cuando se produce una **expansión** de **tipo geométrico** de la **financiación estructurada**, un **aumento inusual** de las **hipotecas** y de los **precios** de la **vivienda**, una **emisión hipergeométrica** de los **CDS** – señala **Córdoba** – por parte de las **grandes aseguradoras**, el **regulador** tiene que **detectarlo** y **actuar** para enfriar esta situación.

EL PAPEL DE LAS ACC: MOODY'S Y FITCH OPINAN

Para una **mejor comprensión** del papel de las **agencia** de "**rating**", el n°103 de **PERSPECTIVAS** incluye **dos artículos** de **Alex Griffiths** (de **Fitch Rating**) y de **Juan Pablo Soriano** (de **Moody's España**) que exponen los **procedimientos seguidos** por las **agencias** para **elaborar** las **calificaciones crediticias**.

Fitch Ratings mantiene en la actualidad **cobertura global** sobre más de **6.000 entidades financieras**, **2.000 emisores corporativos**, **100 soberanos**, **500 transacciones** de **financiación de proyectos** y **financiación de infraestructuras**, y **200 gobiernos locales** y **regionales**, y efectúa **seguimiento** sobre más de **9.000 operaciones** de **financiación estructurada**.

Un **rating** de crédito de **Fitch Ratings** – señala **Griffiths** – es una opinión sobre la **capacidad relativa** de una **entidad** para **cumplir** sus **compromisos financieros**, tales como el **pago** de **intereses**, la **devolución** del **principal** o el **cumplimiento** de **obligaciones** con **contrapartes**.

A título de ejemplo, comenta que las **transacciones de infraestructuras** calificadas por **Fitch** han demostrado una **considerable estabilidad** de **rating** durante la **fase bajista** de **2008-2010**.

Por su parte, **Soriano** defiende que un sistema de **análisis crediticio** que se basara únicamente en los **precios** de **mercado** sería mucho **más volátil** y **procíclico** que uno **basado** en las **calificaciones crediticias**, y afectaría al funcionamiento de los mercados de crédito, ya que las calificaciones de crédito están en las directrices de inversión de muchos fondos y en otros contratos financieros; por lo tanto, la **revocación** de las **calificaciones ocasionaría** verdaderas **tensiones** y **gastos** al **mercado**. La conclusión es que **ninguna medida** de **riesgo crediticio** está

exenta de defectos, y los estudios sugieren que las **calificaciones crediticias** y las **MIR** (calificaciones de mercado implícitas) son más precisas si se **utilizan** de una manera **conjunta**.

DOCUMENTO ANEXO

Finalmente, el número de **PERSPECTIVAS** incluye como **documento** el **reglamento** (CE) nº 1060/2009 del **Parlamento Europeo** y del **Consejo**, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, con las **modificaciones** introducidas por el **Reglamento (UE)** nº513/2011, del **Parlamento Europeo** y del **Consejo**, de 11 de mayo de 2011.