

*Gregorio Pablo Álvarez Rubial**

LAS AGENCIAS DE RATING Y SU
CONTRIBUCIÓN A LA SEGURIDAD
FINANCIERA

[Visitar la WEB](#)

[Recibir BOLETÍN ELECTRÓNICO](#)

LAS AGENCIAS DE RATING Y SU CONTRIBUCIÓN A LA SEGURIDAD FINANCIERA

Resumen:

Las agencias de rating, o más comúnmente conocidas en argot regulatorio como *ECAI's*, han ganado un peso específico muy importante en la última década. Ello se ha debido fundamentalmente a la aceptación de sus calificaciones a efectos regulatorios, especialmente para el cómputo de recursos propios mínimos al sector bancario. Tal vez es este mismo carácter de *cuasi-regulador* el que obstaculiza la intervención cuando se produce una disfunción que requiere la aplicación de medidas de disciplina financiera por parte del supervisor. Todo ello se analiza en el texto con especial mención a la estabilidad económica y financiera, punto clave en las *Estrategias Española y Europea de Seguridad*.

Abstract:

The rating agencies, also known as ECAI's, External Credit Assessment Institutions, have grown to a prime role inside the financial system. This was possible due to new financial regulations established during the last decades that included the assessments issued by rating agencies as a key point in the requirements made to the banking sector worldwide. The author analyses the important role of this relatively small companies for the financial stability and the significance given to them in the Spanish and European Security Strategies.

Palabras clave: Agencia de rating, ECAI, Banco de España, Reserva Federal, Securities and Exchange Commission, CNMV, Regulación Financiera, Moody's, Standard & Poor's, Fitch, Seguridad Financiera y Económica.

Keywords: Rating agency, ECAI, Bank of Spain, Federal Reserve, Securities and Exchange Commission, NMV, Financial Regulation, Moody's, Standard & Poor's, Fitch, Financial and Economic Security.

***NOTA:** Las ideas contenidas en los **Documentos de Opinión** son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

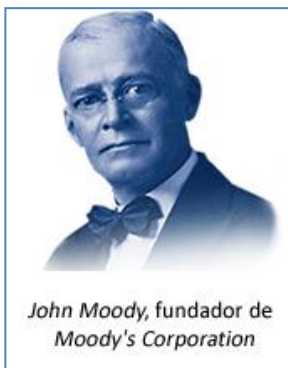
INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años hemos asistido al auge de un nuevo protagonista dentro del sistema financiero que hasta ahora tan sólo había ocupado un papel marginal. Las llamadas Agencias de Rating o ECAI's¹ han sido al mismo tiempo criticadas y alabadas durante la crisis financiera en la que aún nos encontramos inmersos. En los próximos párrafos se analiza la verdadera naturaleza de uno de los elementos más populares en las finanzas internacionales de nuestros días.

El sistema financiero tanto nacional como internacional tiene como función básica transmitir fondos de los ahorradores a los emprendedores. Es decir, poner en contacto a los depositantes con los prestatarios de las entidades de crédito y todo ello sin necesidad de que ambos actores económicos se conozcan. El sistema permite consolidar los depósitos de varios ahorradores y prestarlos a un solo acreditado con necesidades de financiación mayores. Se trata de un mecanismo vital para que una economía desarrollada pueda cumplir sus funciones de manera eficaz, ya que permite trasladar los recursos al sistema productivo, es decir, a la economía real.

Esto sin embargo comporta grandes riesgos, ya que los recursos de los depositantes son entregados a un tercero (el prestatario), por lo que en caso de insolvencia de este último, el depositante podría verse privado de fondos que son legítimamente de su propiedad.

Por esto es fundamental la existencia de un sistema financiero estable en el que todas sus instituciones, no sólo bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, sino también las agencias de rating, cumplan su labor de manera eficaz, de modo que se pueda prevenir la transformación de una crisis en una sola entidad, al conjunto del sistema. Las ECAI's, que tenían un papel accesorio en sus orígenes, han pasado a convertirse en entidades sistémicas, es decir, entidades financieras de cuyo funcionamiento depende la caída o no del conjunto del sistema financiero en una crisis a gran escala.



John Moody, fundador de
Moody's Corporation

En concreto, una agencia de rating es una empresa cuyo objeto social consiste en dar una calificación a la deuda de otras empresas, en particular para el caso de que el prestatario emita bonos para financiarse. De este modo, un inversor interesado en conocer si un empréstito es emitido por una empresa más o menos solvente, acudiría a la calificación dada por una agencia de rating.

Éste esquema de evaluar a otras compañías, fundamentado en un análisis del calificado, en cuanto a *management*, auditoría de cuentas y solvencia en general, está basado en la confianza de que la agencia de rating ha hecho un exhaustivo estudio del prestatario, es decir, en la reputación de la ECAI.

¹ *External Credit Assessment Institution*, Institución de Calificación Externa de Crédito. Es la denominación habitualmente usada por los reguladores europeos.

LOS ORÍGENES HISTÓRICOS DE LAS AGENCIAS DE RATING

Las agencias de rating tienen su nacimiento a comienzos del s. XX como sociedades dedicadas a dar estadísticas de otras empresas en Estados Unidos. John Moody, precursor del concepto, redactó su primera publicación en el año 1900, con el nombre de *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, adquiriendo rápidamente gran renombre en Estados Unidos. Con posterioridad, las ECAI's han ido evolucionado hacia la actividad de calificación crediticia de todo tipo de acreditados, desde empresas públicas y privadas a gobiernos emisores de deuda soberana.

Esquema de calificación del crédito a largo plazo de las principales ECAI's			
Grado (calificación)	Moody's	S & P	Fitch
Óptimo (10)	Aaa	AAA	AAA
Sobresaliente (9)	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Notable (8)	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Lower medium grade (7)	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
No invertir - volatilidad moderada (6)	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
No invertir - especulativo - Alta volatilidad (5)	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
No invertir - especulativo - Riesgo sustancial (4)	Caa1	CCC+	CCC
No invertir - Riesgo alto (3)	Caa2	CCC	
No invertir - Riesgo muy alto (2)	Caa3	CCC-	
No invertir - Incurrió en Impagados (1)	Ca	CC	D
		C	
No invertir - Moroso (0)	C	D	DDD
	-		DD
	-		D

Durante la crisis financiera ocurrida en 1907², que provoca la creación de la Reserva Federal, se hace patente la necesidad de contar con asesoramiento financiero libre de los conflictos de intereses en los que incurren los distintos agentes financieros al comercializar sus

² El llamado Pánico de 1907 se produjo al caer la bolsa de Nueva York un 50% sobre los valores de capitalización del año anterior, lo cual provocó una disminución de la capacidad de financiación de las empresas y bancarrotas bancarias generalizadas en los Estados Unidos.

productos, lo cuál expande el negocio de las agencias de rating, que por entonces vendían sus estadísticas directamente al consumidor final³, esto es, al comprador de bonos.

En los años siguientes otras compañías similares se incorporan a la estela dejada por John Moody, *Poor's* lo hace en 1916, *Standard Statistics Company* en 1922 y *Fitch Publishing Company* en 1924. Debido a la emisión de deuda generalizada por parte de multitud de administraciones locales en Estados Unidos, Moody's expande el alcance de su negocio al ámbito público en 1919.

Durante los años treinta comienza la institucionalización a efectos regulatorios de las agencias de rating dentro del sistema bancario. En 1934 se crea la *Securities Exchange Commission*⁴ (SEC) y a partir de 1936 se prohíbe a la banca invertir en bonos que posean calificación crediticia de grado especulativo o inferior según *manuales de rating reconocidos*.

A partir de 1970 se produce un cambio revolucionario en el modelo de negocio de las *ECAI's*, pasando de cobrar *fees* a los compradores de bonos al actual *status quo*, en el que se cobra a los emisores de las obligaciones. Este cambio se produce, según se alega entonces, por la generalización de medios de copia, que permitían la transmisión de los informes generados por la agencia de una manera rápida y barata.

Uno de los métodos utilizados para evitar quiebras por iliquidez en las entidades de crédito es el requerimiento de recursos propios, que se emplea tradicionalmente en todo el mundo para mitigar crisis idiosincráticas⁵ en el sector financiero, exigiendo a las entidades de crédito que ejercen la actividad de depósito⁶ el mantenimiento de unos recursos propios⁷ mínimos que garanticen, en caso de apertura de procedimiento concursal, que existirán unos fondos básicos a los que acudir para satisfacer a los acreedores del banco.



Sede de Standard & Poors Financial Services LLC en Water Street de Nueva York

En 1975, la SEC estadounidense comienza a admitir la utilización de los ratings de las *ECAI's* para el cálculo de recursos propios de la banca, es decir, pone las bases de lo que luego será el *método standard* de requerimiento de recursos propios, tal vez el procedimiento más sencillo de los disponibles actualmente en el sector y uno de los más utilizados, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido.

³ La expansión del mercado secundario de deuda ha sido exponencial desde el s.XIX, algunos autores señalan este fenómeno como impulsor de las transiciones democráticas europeas durante los dos últimos siglos. Ver SYLLA, RICHARD, *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, página 5, Nueva York, Banco Mundial, 2001, disponible en: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf, fecha de la consulta 28.MAR.12.

⁴ El regulador de los mercados secundarios de valores en EEUU. Su homólogo español es la CNMV.

⁵ Las crisis idiosincráticas son crisis de una sola entidad de crédito, por contraposición a las crisis sistémicas, que afectarían a todo el mercado.

⁶ La captación de depósitos es una actividad reservada, es decir, se deben cumplir una serie de requisitos que aseguren la solvencia de la entidad para poder realizarla.

⁷ Los recursos propios por antonomasia son el capital social y las reservas. No obstante, a efectos regulatorios y especialmente en los últimos años, se aceptan multitud de activos (participaciones preferentes, cuotas participativas, deuda subordinada, etc) de diversa índole, que tienen como característica jurídica común la mayor o menor subordinación a otras deudas en caso de concurso de acreedores.

LA ACTUALIDAD DE LAS AGENCIAS DE RATING

Las *Entidades de Evaluación Crediticia* tienen una gran importancia dentro del sistema financiero internacional, a pesar de su pequeño tamaño relativo en términos de facturación y número de empleados, lo cual para algunos autores plantea dudas acerca de su capacidad para evaluar entidades en ocasiones con más de cien mil empleados e implantación global.

Aunque existen algunas ECAI's que conservan el modelo de negocio tradicional, en el que los ingresos provienen de los compradores de bonos, la mayoría de ellas (*Moody's, Standard & Poor's, Fitch, Japan Credit Ratings* y *AM Best* entre otras) emplean un modelo de negocio⁸ en el que es el propio emisor de bonos quién abona los servicios de la agencia de rating, una situación que genera no pocos conflictos de interés, ya que el propio cliente es al mismo tiempo examinador y examinando.

Una parte importante del protagonismo de las actuales ECAI's se debe al respaldo con el que cuentan aún hoy en día por parte de reguladores y gestores de mercados secundarios. Entre otros requerimientos, es preciso contar con calificación crediticia para efectuar una titulización de crédito⁹, igualmente es necesario contar con *activos con elevada calidad crediticia* para emplearlos como colateral en las facilidades de liquidez que otorga el Banco Central Europeo al sector bancario.



De un modo parecido, para operar con determinados derivados¹⁰ en mercado secundario, es preciso disponer de garantías suficientes para cubrir la posición al cierre de cada jornada, para lo cuál se requieren activos de elevada calidad crediticia. Del mismo modo una entidad que desee emitir un empréstito en el mercado, obtendrá mejor o peor acogida en función de la calificación crediticia de la que disponga.

Pero tal vez la mayor influencia de las agencias de rating en el sector financiero se ejerce a través de los requerimientos de recursos propios a la banca y el método estándar. A través de este mecanismo, aquéllos bancos que presten fondos a prestatarios con peor calificación crediticia serán penalizados con un mayor requerimiento de recursos propios. Para ser una agencia de rating elegible en el método estándar es preciso cumplir los requerimientos recogidos en la *Circular 3/2008 del Banco de España*¹¹.

⁸ Las agencias de rating que venden las calificaciones crediticias al propio emisor de la deuda alegan que de otro modo muchos bonos de empresas poco conocidas quedarían sin valorar.

⁹ Una titulización (*securitization* en inglés) de crédito consiste en transmitir una cartera de créditos a una sociedad instrumental, que a su vez emite bonos sobre los que paga un cupón menor del que recibe por los créditos originales, obteniendo un margen. Se podría decir que es una operación contraria a la protección al consumidor, ya que comprando lo mismo (los créditos a titular) pero con mayor riesgo (no se conoce al acreditado original por la interposición de la sociedad instrumental), se obtiene menor rentabilidad.

¹⁰ El ejemplo más paradigmático es el contrato de futuro, en el que la cámara de compensación se interpone entre comprador y vendedor para eliminar el riesgo de contraparte, pero exige colateral diario para cubrir la exposición al cierre, ver *Futuros sobre IBEX35*, MEFF, disponible en <http://www.meff.es/asp/Comun/Pagina.aspx?1=Financiero&f=FuturosIBEX35>, fecha de la consulta 9.ABR.12.

¹¹ La normativa bancaria emana de *facto* en nuestro país del Banco de España.

En concreto, la *Circular 3/2008*¹² plantea como requisitos que la metodología de la ECAI sea objetiva, que tenga la necesaria independencia del poder político y de presiones económicas, que esté sujeta a procedimientos de revisión continuada, que exista transparencia en cuanto a los métodos empleados para efectuar las calificaciones y por último que la agencia de rating goce de credibilidad y aceptación en el mercado, es decir, que sea una de las ECAI's de mayor implantación, lo cuál establece importantes barreras de entrada a nuevos competidores. Todo esto confiere a las agencias de rating un protagonismo casi omnipresente dentro del sistema financiero, al que deben transmitir confianza y estabilidad para que funcione de forma eficaz, tal y como refiere la *Revisión Estratégica de la Defensa* con el concepto de *Enfoque Integral de la Seguridad*¹³.



Sede de Fitch Ratings Limited en State Street Plaza de Nueva York

En las últimas décadas, las agencias de rating han fallado rotundamente en la evaluación de los riesgos de sus clientes, entre otros, en el caso Enron¹⁴, en el que la compañía mantuvo un

¹² Ver *Circular 3/2008*, de 22.MAY, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, Banco de España, disponible en http://app.bde.es/cif_www/leyes.jsp?id=79631, fecha de la consulta 9.ABR.12.

¹³ Ver página 162, *Revisión Estratégica de la Defensa*, Ministerio de Defensa, disponible en:

http://www.defensa.gob.es/Galerias/politica/seguridad-defensa/ficheros/DGL_RevisiónEstrategica.pdf, fecha de la consulta 9.ABR.12.

¹⁴ En el concurso de Enron fue fundamental la bajada del rating de la compañía, ya que tenía suscritos varios préstamos con cláusula de exigibilidad del principal en caso de rebaja del rating a *speculative* (un producto habitual en Estados Unidos y Reino Unido), lo cuál, al producirse, hizo que la compañía tuviera que abonar inmediatamente dichos préstamos, perjudicando así su solvencia y entrando en un círculo vicioso de insolvencia, más conocido en inglés como *death spiral*, que le llevó a declarar concurso de acreedores inmediatamente.

rating alto hasta 4 días antes de declarar el procedimiento concursal¹⁵. Igualmente ocurrió en el caso *Fredie Mac*, que mantuvo calificación óptima de *Moody's* hasta que *Warren Buffet* hizo pública su intención de no invertir en la compañía durante una entrevista en *CNBC*¹⁶, siendo degradada su calificación automáticamente 6 escalones sin existir un análisis propio por parte de la *ECAI*. Del mismo modo otras compañías han mantenido una calificación *investment grade* hasta pocos días antes de su declaración concursal, como es el caso de *Lehman Brothers*, *Bearn Stearns*, *AIG* o *Fannie Mae*¹⁷, algo que pone de manifiesto los problemas que enfrentan las agencias de rating hoy en día.

LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LAS MODERNAS AGENCIAS DE RATING

Son muchos los conflictos de interés descritos en las agencias de rating, se podría comenzar por la resistencia a bajar el rating de sus clientes lo suficientemente rápido cuando afloran problemas de insolvencia, debido a que los ingresos de la *ECAI* dependen directamente del calificado.



¹⁵ Ver *The credit-raters: How they work and how they might work better*, Business Week (8.ABR.02), disponible en: <http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/BA-web/bus%20press/credit%20raters.pdf>, fecha de la consulta 8.ABR.12.

¹⁶ Ver *Fredie Mac courts investors, Buffet passes*, International Herald Tribune (22.AGO.08), disponible en: <http://web.archive.org/web/20080915032759/http://www.ihf.com/articles/ap/2008/08/22/business/NA-US-Mortgage-Giants-Crisis.php>, fecha de la consulta 8.ABR.12.

¹⁷ Algunas tendencias plantean que todos estos importantes fallos implican que las agencias de rating *de facto* no están realizando trabajo de evaluación en la práctica, sino que reaccionan a las noticias que se publican sobre sus clientes.

Otra dificultad que se señala habitualmente es la dirección, independiente del regulador, que ejercen las propias ECAI's sobre el Sistema Financiero, utilizando canales informales como el correo electrónico o el teléfono para orientar a sus clientes en la forma de gestionar sus empresas para no perder su *rating*.

El caso de coacción por parte de una agencia de rating más conocido fue el que tuvo por protagonistas a *Moody's* y la reaseguradora alemana *Hannover Re* a partir de 2002. De *mutuu proprio*, *Moody's* emitió una calificación acerca de la aseguradora, apremiando por carta para que *Hannover Re* pagara sus servicios, a lo que la aseguradora se negó, dado que no había solicitado la emisión del rating. A continuación, *Moody's* fue rebajando¹⁸ el rating de *Hannover Re* hasta alcanzar la calificación de bono basura en 2004, pese a que otras agencias de rating, contratadas por la aseguradora, le otorgaban la máxima calificación crediticia.

Otra acusación que recae sobre el sector es la de ser un oligopolio, ya que la exigencia por parte de la práctica totalidad de reguladores financieros del mundo de que las agencias de rating elegibles a efectos regulatorios gocen de gran implantación en el mercado supone de facto establecer una barrera de entrada casi insalvable, lo cuál produce falta de competencia en el sector. De las grandes agencias, sólo *Moody's* publica su cuenta de explotación como agencia de rating, sin diluir el resultado con otras áreas de negocio, arrojando márgenes en torno al cincuenta por ciento, una cifra alta que es característica habitual de un oligopolio. Por último, las ECAI's venen servicios de consultoría a los mismos clientes sobre los que emiten calificaciones, siendo juez y parte al mismo tiempo, por ésta y otras razones, los reguladores financieros de todo el mundo han establecido nuevas reglas que tratan de dar estabilidad al sistema financiero internacional.

LOS ESFUERZOS REALIZADOS PARA MITIGAR LOS PROBLEMAS QUE PLANTEAN LAS MODERNAS AGENCIAS DE RATING

La primera llamada de atención sobre el sector fue la *Sarbanes-Oxley Act*¹⁹ de 2002, a raíz de cuya promulgación se desarrolla toda una labor de investigación que lidera la SEC, entre otras cosas, para detallar el papel de las agencias de rating a efectos regulatorios en los Estados Unidos. Como consecuencia, en 2003 se publica el informe *Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*²⁰.

A nivel europeo la norma de referencia sobre ECAI's es el *Reglamento CE 1.060/09 de Agencias de Calificación Crediticia*²¹. En él se establece que las ECAI's deberán estar

¹⁸ Esta actitud por parte de *Moody's* rebajó la capitalización bursátil de *Hannover Re* en 175 millones de euros, un hecho que ha calado en el mercado, transmitiendo el mensaje de que es inevitable contar con los servicios de los tres grandes. Ver *Credit Raters' Power Leads to Abuses, some Borrowers Say*, Washington Post (24.NOV.04), disponible en <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A8032-2004Nov23.html>, fecha de la consulta 9.ABR.12.

¹⁹ Ver Sec. 702, Sarbanes-Oxley Act, Congreso de los Estados Unidos, disponible en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>, fecha de la consulta 9.ABR.12.

²⁰ Ver *Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, Securities and Exchange Commission (6.NOV.03), disponible en <http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>, fecha de la consulta 9.ABR.12.

²¹ Posteriormente modificado por el Reglamento 513/11, que reduce los plazos de registro y faculta al supervisor europeo (La *European*

establecidas en el territorio de la UE y registradas conforme al reglamento para que sus calificaciones puedan ser empleadas a efectos regulatorios²². Para su registro, que implica el *pasaporte financiero comunitario*²³, será preciso presentar junto a la solicitud un informe sobre la estructura organizativa y financiera de la sociedad así como contar con consejeros de reconocida honorabilidad²⁴, conocimientos y experiencia. Por otro lado, un tercio de los miembros del consejo de administración deben ser independientes y es preceptivo publicar los métodos de la *ECAI*, asegurándose de que la información que sustenta sus calificaciones es fiable²⁵.



Sede central del sistema de la Reserva
Federal en *Constitution Avenue*
Northwest de Washington DC

Banking Authority, con sede en *Old Broad Street* de Londres) para imponer sanciones.

²² En cuanto a mención en folletos o al método estándar para cálculo de RRPP por riesgo de crédito para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

²³ El *pasaporte comunitario* surge del principio de *licencia única*, de modo que una entidad de crédito establecida en un determinado país de la UE, podrá operar en otro estado, bajo supervisión del país de origen y con el requisito único de registrarse en el supervisor del país en el que pase a operar.

²⁴ Lo cuál supone en la práctica que el consejero no haya sido condenado en sentencia firme por delito doloso.

²⁵ Incluso se ha llegado a plantear la creación de una *ECAI* con capital de titularidad público a nivel de la Unión Europea.

En España es legislación básica la *Ley 15/2011, de 16.JUN, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento CE 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia*. Esta ley transpone el reglamento otorgando la necesidad de establecimiento y registro en la Unión Europea así como la sujeción a supervisión por parte de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*²⁶ para las agencias de rating que deseen operar en España.

CONCLUSIONES

Las ECAI's actuales tienen un enorme peso en el sistema financiero. Este cambio se ha producido rápidamente en las tres últimas décadas y afecta profundamente a la economía, tanto financiera como real. Se podría decir que el sistema financiero tiene como piedra angular a entidades que han cometido fallos de gran calado en los últimos años.

En momentos de ciclo alcista tradicionalmente se relaja la supervisión, para reforzarla en momentos de crisis²⁷, cuando se hace patente su ineludibilidad. Por ello las agencias de rating deben estar directamente bajo la supervisión de cada regulador nacional hasta que se disponga de un regulador internacional efectivo, de modo que se pueda intervenir si ponen en peligro el sistema financiero. En el actual *status quo* encontramos un agente financiero que opera a nivel internacional y que no se encuentra sometido a una supervisión suficientemente enérgica, lo cuál influye negativamente en la estabilidad económica global y entronca directamente con el concepto de *disfunciones de la globalización*²⁸, puesto de manifiesto en la *Estrategia Española de Seguridad*.

Sin embargo, una hipotética intervención en una ECAI plantea varios problemas para el supervisor, en primer lugar, tomando en consideración que las agencias de rating constituyen un oligopolio *de facto*, tal y como indican estudios académicos e institucionales a ambos lados del atlántico²⁹, la intervención sobre una única entidad puede provocar la bajada del rating al país que ejerza la intervención por parte del resto de agencias, con el consiguiente encarecimiento de su deuda soberana.

Por otro lado, un supervisor que decida intervenir una determinada agencia, aún legitimado por su normativa nacional para hacerlo, no podrá ejercer una intervención efectiva si no existe acuerdo previo con el supervisor del país de origen y finalmente, se corre *riesgo de captura* para el supervisor de origen, ya que su agencia de rating será una empresa

²⁶ Algunos autores han señalado que afecta más al ámbito bancario, regulado por el Banco de España, que al mercado secundario de bonos.

²⁷ Esto es, la supervisión financiera es *procíclica*.

²⁸ La Estrategia Española de Seguridad contempla específicamente en su apartado de *potenciadores del riesgo* la necesidad de construir mecanismos de gobernanza global paralelamente al desarrollo de la globalización. Ver página 34, *Estrategia Española de Seguridad*, disponible en:

<http://www.lamoncloa.gob.es/NR/rdonlyres/D0D9A8EB-17D0-45A5-ADFF-46A8AF4C2931/0/EstrategiaEspanolaDeSeguridad.pdf>, fecha de la consulta 10.ABR.12.

²⁹ La titularidad del capital de *Moody's* y *S&P* es americana mientras que *Fitch Ratings* (con cuartel general en Londres) es controlada al 80% por *FIMALAC*, de capital francés.

multinacional cuyos ingresos provienen de todo el mundo y que cesarían si se pone en peligro la continuidad de la agencia de rating.

Sin llegar al extremo de la intervención, medida tradicional en el ámbito bancario, tras las catastróficas disfunciones de los últimos años por parte de las *ECAI's*, parece lógico que los reguladores bancarios dejen de aceptar las calificaciones de las *ECAI's* a efectos de cálculo de recursos propios mínimos³⁰, tal y como ha ocurrido hasta 1975.

Igualmente, el actual desarrollo del comercio electrónico a través de internet, habilita la venta de los análisis de las agencias de rating directamente al consumidor final, tal y como se hacía a comienzos del siglo XX, una medida que eliminaría la mayoría de conflictos de interés existentes en este sector, dando mayor rigor a los ratings emitidos por las *ECAI's*.

Tradicionalmente encontramos que la mayor rentabilidad de un bono descuenta un riesgo mayor, de modo que el inversor que asume un mayor riesgo se vea remunerado por ello, incluso algunos autores³¹ plantean que los cambios en el diferencial del bono van en paralelo a un empeoramiento o mejora de la solvencia de la compañía.

En la actualidad hemos visto como los diferenciales de la deuda pública y privada de países solventes como Francia o Italia ha aumentado de manera inesperada, algo que ocurre no sólo por la mayor o menor capacidad de estos países para pagar el servicio de su deuda, sino también como forma para el inversor de descontar otro infortunado fallo en la calificación emitida por las *agencias de rating*.

i

Gregorio Pablo Álvarez Rubial*

Tte. Int. DAT. JAL. Armada

***NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

³⁰ Varios autores se muestran favorables al abandono de los ratings para el cómputo a efectos de *coeficiente de solvencia*, ver *The Triple A Idea, Ending the Rating Oligopoly*, The Wall Street Journal (15.ABR.09), disponible en; <http://online.wsj.com/article/SB123976320479019717.html>, fecha de la consulta 10.ABR.12.

³¹ Ver KLIGER, Doron y SARIG, Ored, *The Information Value of Bond Ratings*, The Journal of Finance (DIC.00), disponible en: <ftp://meria.idc.ac.il/Faculty/sarig/sarigo/ratings.pdf>, fecha de la consulta 10.ABR.12.