

# Agencias de *rating*: hacia una nueva regulación

Ramiro Losada López



---

## **Agencias de *rating*: hacia una nueva regulación**

Ramiro Losada López

Ramiro Losada López es técnico de la Dirección de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

El autor agradece a sus compañeros de la Dirección de Estudios, Estadística y Publicaciones la ayuda prestada. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia

ISBN: 978-84-87870-87-3

Depósito: M-2462-2009

Imprime: Técnicas Gráficas Forma, S.A.

## Resumen

La crisis de la hipotecas *subprime* ha cuestionado la actuación y la calidad de los *ratings* que emiten las agencias de calificación crediticia. Uno de los hechos más relevantes de esta crisis ha sido la asignación de *ratings* elevados a los productos estructurados de crédito, así como el exagerado protagonismo que dichos *ratings* habían adquirido para los inversores en este tipo de productos.

Las causas por las que el comportamiento de los *ratings* no ha sido el adecuado en el caso de los productos estructurados de crédito constituyen un tema complejo en el que influyen diversos factores. Uno de estos factores ha sido el comportamiento de las agencias de *rating*, pero también han influido factores que son responsabilidad directa de otros agentes: inversores, emisores y reguladores.

Diversos organismos internacionales, entre ellos IOSCO, SEC, CESR y la Comisión Europea, han planteado distintas alternativas regulatorias para las agencias con el objetivo final de que sus *ratings* tengan la calidad deseada. En esta monografía se considera que la mejor solución regulatoria sería la creación de un organismo internacional constituido por reguladores y miembros de la industria financiera que se encargara de establecer las pautas básicas a seguir por las agencias en materia de transparencia, calidad de los *ratings* y conflictos de interés. Una de sus principales labores sería dar publicidad a la actuación de las agencias mediante la publicación de tablas estadísticas que midan la calidad de los *ratings* de las agencias a corto, medio y largo plazo. Esto haría que la disciplina de mercado funcionara mejor sobre las agencias.

Aparte de la creación de este organismo internacional, se aboga por una reforma del sistema ECAI vigente en Europa. Este sistema se ocupa de elegir a las agencias que emiten *ratings* válidos para el cálculo del capital regulatorio que las entidades de crédito deben mantener en los bancos centrales. Se concluye que debería seguir las pautas del sistema homólogo usado en Estados Unidos que recientemente entró en vigor, el nuevo sistema NRSRO. Con ello se lograría unificar la regulación sobre este tipo de sistemas. Además, se podrían lograr dos objetivos deseables para este tipo de sistemas. El primero es la reducción de las barreras a la entrada que estos sistemas suelen crear en la industria, permitiendo a las agencias con tres años en el mercado alcanzar la condición de NRSRO o ECAI. El segundo es el condicionante del mantenimiento de dicha condición a que la agencia mantenga la calidad de sus *ratings*, con lo que se reduciría la probabilidad de que existan agencias que bajen la calidad de su *ratings* y conserven su cuota de mercado.



# Índice

Resumen	5	
<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>Descripción de la industria de las agencias de <i>rating</i></b>	<b>13</b>
2.1	La función de las agencias de <i>rating</i>	13
2.2	La estructura de la industria y su desarrollo	14
2.3	El papel de la reputación en la industria	15
2.4	El papel de la regulación basada en <i>ratings</i> en la industria	16
<b>3</b>	<b>Problemática actual de la industria de las agencias de <i>rating</i></b>	<b>19</b>
3.1	El papel de la crisis de las hipotecas <i>subprime</i>	19
3.2	Análisis de las críticas a la actuación de las agencias de <i>rating</i> en los mercados financieros	22
<b>4</b>	<b>La regulación de la industria de las agencias de <i>rating</i></b>	<b>29</b>
4.1	Razones para la regulación de la industria de las agencias de <i>rating</i>	29
4.1.1	La competencia en la industria de las agencias de <i>rating</i>	29
4.1.2	La calidad de los <i>ratings</i> emitidos por las agencias	31
4.2	La regulación de las agencias de <i>rating</i> en Estados Unidos y la Unión Europea	33
4.2.1	Código de Conducta de IOSCO	33
4.2.2	La regulación en Estados Unidos	34
4.2.3	La regulación en Europa	36
4.3	Propuestas de regulación de la industria del <i>rating</i>	38
4.3.1	La Credit Rating Agency Reform Act	38
4.3.2	Propuestas de los organismos reguladores como respuesta a la actuación de las agencias en la crisis <i>subprime</i>	39
4.3.3	Análisis de las propuestas de regulación de las agencias de <i>rating</i> y de la regulación basada en <i>ratings</i>	42
<b>5</b>	<b>Conclusiones</b>	<b>47</b>
<b>6</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>51</b>
Apéndice I	Escalas de <i>ratings</i> de las principales agencias	53
Apéndice II	Modelos de la industria de calificación crediticia	55



## Índice de Gráficos

GRÁFICO 1	Índices de CDS para deuda corporativa de grado de inversión	20
GRÁFICO 2	Índices de riesgo de crédito de las hipotecas <i>subprime</i> y los bonos BBB de Estados Unidos	21
GRÁFICO 3	Porcentaje de titulaciones RMBS de Estados Unidos emitidas en el periodo Q1 2005 - Q3 2007 con descenso en su <i>rating</i>	21
GRÁFICO 4	Porcentaje de titulaciones RMBS españolas emitidas en el periodo Q1 2005 - Q3 2007 con descenso en su <i>rating</i>	24

## Índice de Cuadros

CUADRO 1	Opciones regulatorias que afectan a las agencias de <i>rating</i> en Europa y Estados Unidos	39
CUADRO 2	Calificaciones crediticias a largo plazo de las principales agencias	53
CUADRO 3	Calificaciones crediticias a corto plazo de las principales agencias	53



# 1 Introducción

Las agencias de *rating* desempeñan un papel importante en los mercados financieros. Ayudan a reducir uno de sus principales fallos de mercado: la información imperfecta. Con sus *ratings*, pretenden reducir la asimetría informativa que suele existir entre los emisores de deuda y los inversores, logrando unos mercados de deuda más eficientes. Normalmente, los inversores no conocen con la profundidad que desearían la capacidad crediticia de la emisora y/o de la emisión en que quieren invertir. Los *ratings* colocan a emisores y emisiones en una escala cualitativa que va de mayor a menor capacidad crediticia y que es fácilmente comprensible por los inversores.

Las agencias de *rating* forman una industria que posee unas características especiales. Al ofrecer un servicio donde se transmite información, la reputación es el principal activo con que cuenta una agencia: sólo si los inversores se fían del diagnóstico que proporcionan sobre la capacidad crediticia del emisor o de la emisión su negocio tendrá éxito. El hecho de que el principal activo de las agencias sea su reputación induce a que la estructura de esta industria sea oligopolista. La construcción de reputación por parte de una nueva agencia es un proceso costoso. Sólo se logra después de emitir *ratings* que reflejen fielmente la capacidad crediticia de emisores y emisiones durante un largo periodo de tiempo. Esto hace que la entrada en esta industria de nuevas agencias sea infrecuente y que el mercado se lo reparta un número muy reducido de agencias. En concreto, dos son las agencias preeminentes: Moody's y Standard and Poor's se reparten el 77% de los ingresos; del resto, sólo Fitch tiene una cuota que se puede considerar representativa, del 15%.

A pesar de ser una industria con pocas empresas, la competencia por lograr una reputación alta en el mercado hizo que la intervención de la regulación pública no fuera necesaria hasta la adopción, por parte de las autoridades públicas, de los *ratings* como *inputs* de la regulación financiera. Las autoridades financieras vieron la oportunidad de usar los *ratings* como un instrumento para conocer la capacidad crediticia de los emisores y con ellos modular las obligaciones regulatorias de inversores y emisores. Así, la inversión en productos con un *rating* alto o que las entidades emisoras muestren un *rating* alto conllevaba que los inversores o las entidades emisoras tuvieran menor presión regulatoria.

La decisión de usar los *ratings* como *inputs* en la regulación financiera trajo consecuencias para la industria del *rating*. En primer lugar hizo que, aparte del valor informativo que ya tenían, los *ratings* adquirieran también un valor regulatorio para inversores y emisores que no depende directamente de la reputación de la agencia que los emite.

Por otro lado, las autoridades financieras, con el ánimo de asegurarse de que los *ratings* que usaban en su regulación tuvieran un mínimo de calidad, establecieron sistemas para discriminar entre las agencias. Estos sistemas, especialmente el antiguo

sistema denominado National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO) que se aplicaba en Estados Unidos, introducían barreras a la entrada adicionales a las ya existentes en esta industria. Mediante unos procedimientos poco transparentes, la Securities and Exchange Commission (SEC) sólo reconocía como NRSRO a las grandes agencias y dejaba a las de menor tamaño sin posibilidad de alcanzar ese estatus. Este sistema de reconocimiento ha favorecido que esta industria siga dominada por un número muy reducido de agencias.

Hasta las quiebras de Enron y Parmalat, las agencias gozaban de una elevada reputación en los mercados financieros. La lenta respuesta de las agencias al deterioro que estas empresas sufrieron en su riesgo de crédito, y que se reflejó en la bajada vertiginosa del precio de sus bonos, hizo que se empezara a cuestionar su labor. Principalmente se cuestionó su independencia respecto a los emisores y la calidad de sus *ratings*. Estas quiebras dieron lugar a un debate en Estados Unidos y Europa sobre la necesidad de revisar la regulación que afectaba a las agencias, que se tradujo en decisiones diferentes. En Estados Unidos se optó por reformar el sistema NRSRO a través de la Credit Rating Agency Reform Act of 2006, que pasó de ser un sistema de registro a constituir un sistema de reconocimiento. Con este nuevo sistema, cualquier agencia con más de tres años en el mercado se podía registrar como NRSRO, lo que abrió la competencia dentro de la industria. Al mismo tiempo, esta reforma también vinculó el reconocimiento NRSRO a la calidad de los *ratings*. La SEC se encarga de supervisar la calidad de los *ratings* de las agencias; si se demuestra que la calidad de los *ratings* de alguna de las agencias está por debajo de la de las otras, dicha agencia pierde la condición de NRSRO.

En Europa, en cambio, se optó por la autorregulación y se adoptó el Código de Conducta propuesto por IOSCO. Este Código tiene como una de sus principales características su voluntariedad. Paralelamente, con la transposición de Basilea II, la Comisión Europea creó un sistema de reconocimiento parecido al antiguo NRSRO. En este sistema, los supervisores bancarios de cada país eligen a las agencias válidas para que sus *ratings* sean usados como *inputs* para calcular el capital regulatorio de las entidades de crédito. Dichas agencias adquieren el estatus de External Credit Assessment Institutions (ECAI).

La crisis de las hipotecas *subprime* ha puesto de nuevo en cuestión la calidad de los *ratings* y la actuación de las agencias. Uno de los hechos más relevantes de esta crisis ha sido los altos *ratings* asignados a los productos estructurados. En este tipo de productos, los *ratings* han adquirido un protagonismo excesivo al ser la principal característica en que se fijaban los inversores a la hora de invertir. Esto ha hecho que las autoridades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa, se hayan planteado una nueva regulación para las agencias de *rating*.

Esta monografía trata de contribuir al análisis de las causas que motivaron que las agencias asignaran unos *ratings* a los productos estructurados que infravaloraban su riesgo de crédito. También se discuten medidas regulatorias que pueden ayudar a la mejora de la calidad de los *ratings* que emiten las agencias. La sección 2 describe las características y funciones de la industria de las agencias de *rating*. La sección 3 analiza el papel que han jugado y juegan los *ratings* en las crisis *subprime*. La sección 4 presenta y analiza la regulación que afecta a las agencias de *rating* y las propuestas de las distintas autoridades financieras para su posible reforma. Finalmente, en la sección 5 se exponen las conclusiones.

## 2 Descripción de la industria de las agencias de *rating*

### 2.1 La función de las agencias de *rating*

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) define la labor de las agencias que forman parte de la industria del *rating* de la siguiente manera: *Las agencias de calificación crediticia son compañías que asignan calificaciones crediticias a emisores y a ciertos tipos de emisiones de deuda incluyendo, por ejemplo, préstamos, valores de deuda cotizados y no cotizados, y acciones preferentes.*

Las agencias de *rating* cumplen en el mercado financiero el papel de intermediarias de información. Mediante la opinión que emiten sobre el riesgo de crédito de los emisores de deuda, ayudan a resolver los problemas de asimetría informativa existentes entre emisores e inversores. Con ello crean valor, al reducir los costes informativos de los agentes que intervienen en el mercado.

Cualquier contrato de crédito constituye una relación principal-agente entre el emisor que pide el crédito (agente) y el que se lo concede (principal). Normalmente, el emisor posee una información sobre su propia solvencia superior a la que está en manos del inversor que compra su deuda. Dado que el emisor tiene incentivos a dar información al inversor que este no puede verificar y que aumenta su solvencia, cualquier información que el emisor transfiera al mercado sobre su propia solvencia no será tomada como totalmente creíble por parte de los inversores. Esto provoca una situación conocida en la literatura económica como “selección adversa”: al no poder los inversores, con la información de que disponen, distinguir a los emisores con riesgo de crédito bajo de los que lo tienen alto, los emisores con riesgo de crédito bajo que ofrecen su deuda con un tipo de interés acorde a su riesgo de crédito no obtendrán financiación de los inversores.

Las agencias de *rating* ayudan a los inversores a superar este problema informativo. Revelan información privada al mercado y ayudan a los inversores a distinguir entre los emisores con un riesgo de crédito alto y los que tienen un riesgo de crédito bajo. De esta manera favorecen unos mercados de crédito más eficientes, lo que se refleja en que los emisores pagan unos diferenciales de crédito más ajustados a su perfil de riesgo de crédito.

Las metodologías y los procedimientos que usan las agencias para determinar el riesgo de crédito dependen del tipo de activo. Las técnicas que se usan para establecer el *rating* en el caso de los bonos corporativos son diferentes a las que se utilizan para los productos estructurados o los bonos soberanos. En cualquier caso, el objetivo último de la agencia es, en la mayoría de los casos, establecer la probabilidad de que el activo que representa una deuda pague sus obligaciones a sus poseedores dentro de un periodo determinado de tiempo. Sólo determinadas agencias y para determina-

dos activos, como por ejemplo bonos de titulización, determinan los *ratings* a través de la “pérdida esperada”, la cual no es más que la probabilidad de fallido multiplicada por la pérdida que se experimentará en caso de que el activo entre en fallido. Las agencias reflejan el riesgo de crédito de los emisores y las emisiones mediante una escala estandarizada cualitativa, aunque hay algunas agencias de pequeño tamaño que lo hacen de manera cuantitativa.<sup>1</sup>

Aparte de su tradicional papel de intermediarias de información, en los últimos años las agencias de *rating* han pasado a desempeñar una segunda e importante función en los mercados financieros: la función de certificación. Es práctica común en las economías avanzadas usar los *ratings* que emiten las agencias de calificación en la regulación financiera, principalmente en dos áreas: restricciones a la inversión por parte de ciertos inversores institucionales (IIC y fondos de pensiones principalmente) y cálculo del capital mínimo regulatorio que deben tener las instituciones financieras, en especial las entidades de crédito.

La tercera de las funciones que desempeñan las agencias de *rating* en el mercado financiero es la de estandarización. Las escalas con que las agencias de *rating* valoran el riesgo de crédito crean valor al mercado, al poder cualquier inversor comparar el riesgo de diferentes inversiones a pesar de que vengan de emisores de distintos sectores, países, etc.

## 2.2 La estructura de la industria y su desarrollo

La industria del *rating* ha experimentado un gran crecimiento desde mediados de los setenta, el cual aún continúa. Se pueden destacar tres factores para explicar este crecimiento:

1. Cambios estructurales en los mercados financieros. Se ha incrementado notablemente el número de participantes, al mismo tiempo que las estrategias de inversión se han vuelto más complejas y diversas.
2. Gran parte de las necesidades de financiación han pasado a canalizarse a través de los mercados, abandonándose parcialmente los tradicionales préstamos bancarios. Esto ha provocado el nacimiento de nuevos productos con riesgo de crédito a través de la titulización.
3. Desde los años noventa, una parte creciente de la regulación financiera que se aplica en Europa, Estados Unidos y otros países desarrollados está basada en los *ratings* con que se califica a las emisiones y a los emisores.

La industria de la calificación crediticia está dominada a nivel mundial por dos agencias: Moody's Investor Service (Moody's) y Standard and Poor's Rating (S&P). Estas dos agencias mantienen una situación de cuasi duopolio, pues entre ambas acaparan el 77% de los ingresos que genera la industria. De las restantes agencias que componen la industria, sólo Fitch IBCA (Fitch) tiene una presencia global, manteniendo

---

1 Véase el apéndice I para una descripción detallada de las dos escalas usadas por las principales agencias de calificación crediticia: la utilizada para las emisiones de deuda a corto plazo y la escala utilizada para los emisores y la deuda a largo plazo.

una cuota del 15%.<sup>2</sup> En cada país, la lista de competidores se completa, bien con agencias que desempeñan su labor sólo en ese país, bien con agencias especializadas en un tipo de emisiones, por ejemplo bonos corporativos, que están presentes en varios países. En cualquier caso, la cuota de mercado de estas agencias es muy pequeña. Hay que destacar que esta estructura de industria no ha cambiado en los últimos años. Las dos principales agencias de *rating* han sido líderes desde los comienzos de esta industria, a pesar del gran crecimiento de la demanda que se ha experimentado en los últimos años.

Cuando se lanza una emisión al mercado, es el emisor el que paga por el *rating* de dicha emisión.<sup>3</sup> El precio que carga cada una de las agencias de calificación varía: Moody's, S&P y Fitch tienen precios superiores al resto. Este hecho hace que dichas agencias sean empresas especialmente rentables. Moody's y S&P operaron en 2005 con un margen superior al 50%, mientras que Fitch operó con un 31%.<sup>4</sup>

La razón para que esta estructura se mantenga hay que buscarla en dos características que definen a esta industria:

- La reputación con que deben contar las agencias para que sus *ratings* resulten creíbles y sean aceptados entre los miembros del mercado como válidos.
- El hecho de que parte de la regulación financiera que se aplica en diversos países descansa sobre los *ratings* que emiten las agencias.

### 2.3 El papel de la reputación en la industria

Los resultados que se exponen a continuación se basan en el primer modelo que se describe en el apéndice II de esta monografía. Dicho modelo es una adaptación a esta industria del modelo que aparece en Shapiro (1983).

Una empresa tiene una buena reputación si los consumidores creen que su producto es de alta calidad. La reputación de una empresa es muy importante en industrias donde se dan relaciones entre empresas y consumidores que duran largos periodos de tiempo, existe asimetría informativa y los consumidores no pueden verificar *ex-ante* la calidad del producto. La industria de las agencias de *rating* reúne esas características. Los inversores no pueden comprobar la calidad de los *ratings* de una agencia antes de que se emitan, sólo pueden verificar la calidad de los *ratings* que esa agencia ha emitido con anterioridad.

El mecanismo de la reputación en la industria de la calificación crediticia funciona de una manera simple: la calidad de los *ratings* se puede comprobar *ex-post*, contrastando de manera agregada si el número de quiebras que se han producido dentro

---

2 Los datos sobre las cuotas de mercado de las principales agencias de *rating* en el año 2005 aparecen en Dittrich (2007) y han sido estimados a partir de los informes anuales de Moody's, S&P, Fitch y varias agencias de segundo nivel.

3 Si un emisor quiere una calificación crediticia, tiene que pagar a la agencia de *rating* una cantidad anual por cada año que esté viva la emisión. Esta cantidad depende del tamaño de la emisión.

4 Los datos sobre los márgenes operativos de las principales agencias de *rating* en el año 2005 aparecen en Dittrich (2007) y han sido estimados a partir de los informes anuales de Moody's, S&P, Fitch y varias agencias de segundo nivel.

de los calificados con el mismo *rating* se aproxima al número de quiebras que dicho *rating* predice.<sup>5</sup> Como no existe una manera mejor de comprobar la calidad de los *ratings* ex-ante, los inversores confían en los *ratings* de las agencias con mayor implantación. Las agencias de *rating* cobran precios más altos cuanto mayor sea su reputación, ya que pueden asegurar con su *ratings* una bajada en el precio de colocación de la emisión.<sup>6</sup>

El mecanismo de la reputación tiene importantes consecuencias para la competencia en esta industria y condiciona su estructura oligopolística. La creación de una reputación por parte de una agencia es un proceso laborioso en el tiempo y con altos costes. Esto hace que la industria tenga un componente intrínseco de oligopolio natural. Es por ello lógico que la industria en los diferentes países esté constituida por pocas empresas, algunas de ellas (normalmente Standard and Poor's y Moody's) con un gran poder de mercado. De la naturaleza oligopolística de la industria se deduce que existe una competencia en precios que ofrece unos precios de equilibrio superiores a los que se darían con un número más elevado de agencias en el mercado. Una vez que una agencia está consolidada en el mercado, disfruta de altos beneficios.

El mecanismo de la reputación es el elemento fundamental que vela por que las agencias mantengan un alto nivel de calidad en la emisión de sus *ratings*. Una agencia que decidiera bajar la calidad con la que emite sus *ratings* en un determinado momento sería detectada mediante la medición ex-post del número efectivo de quiebras que se ha dado dentro de cada categoría de *rating* que emitió.

La agencia que decidiera bajar la calidad de sus *ratings* disfrutaría de unos beneficios extra hasta el momento en que fuera detectada por el mercado. Sin embargo, esta estrategia no sería rentable para la empresa. Una vez la estrategia de bajar la calidad fuera detectada por el mercado perdería uno de sus activos más preciados, la confianza de sus consumidores. En principio, esto haría perder a las agencias los suficientes beneficios en los periodos siguientes como para que no compensara los beneficios obtenidos en el periodo hasta que fue detectada.

Por tanto, el mecanismo de la reputación juega un papel importante en esta industria, como garante de una alta calidad en los *ratings* que las agencias emiten.

## 2.4 El papel de la regulación basada en *ratings* en la industria

Los resultados que se exponen a continuación se basan en el segundo modelo que se describe en el apéndice II de esta monografía.

El objetivo principal del uso de *ratings* para limitar los productos sobre los que pueden invertir ciertos inversores, sobre todo IIC y fondos de pensiones, es la protección

---

5 Por ejemplo, si una agencia de *rating* ha calificado una serie de empresas como AAA para el siguiente año, dicho *rating* habrá predicho la realidad si el tanto por ciento de empresas que entran en quiebra está muy próximo a cero (que una empresa sea AAA quiere decir que tiene una probabilidad de quiebra próxima a cero pero positiva).

6 Esto es coherente con lo que se demuestra en la literatura sobre economía industrial dedicada a la diferenciación vertical. En esta literatura se demuestra cómo, en equilibrio, las empresas que venden productos de mayor calidad (real o percibida por el consumidor) cargan mayores precios a los consumidores que sus competidores.

de los inversores minoristas. Se trata de que estos inversores inviertan en productos que demuestren que su riesgo de crédito no supera un determinado umbral. Normalmente se limita la inversión a los valores calificados como de grado de inversión.<sup>7</sup>

Uno de los objetivos principales de la regulación financiera es mantener la estabilidad financiera, uno de cuyos pilares es la solvencia de las entidades. Los *ratings* se usan con frecuencia para ayudar a determinar el capital regulatorio que deben mantener las entidades financieras. Según esta regulación, una entidad que mantenga posiciones con *ratings* altos tendrá que mantener un menor capital regulatorio que aquellas que mantengan posiciones en activos con *ratings* bajos.<sup>8</sup>

Las agencias que pueden emitir *ratings* con valor regulatorio deben estar autorizadas por los reguladores.<sup>9</sup> El objetivo de esta autorización es que el *input* usado en la regulación tenga una mínima calidad y que no haya agencias que emitan *ratings* con el único objetivo de que se usen como inputs en la regulación.

La regulación basada en *ratings* tiene consecuencias sobre la calidad de los *ratings* que las agencias emiten. A corto plazo, el hecho de que las agencias actúen como certificadoras de la solvencia de las entidades para los reguladores financieros hace que parte de su demanda no dependa de la calidad de sus *ratings* y del valor informativo que estos tienen para los inversores. La calidad con la que se suministra el *rating* se verá resentida sólo cuando el componente principal de la demanda sea la información que se suministra a los posibles inversores. El sistema de elección de las agencias para el uso de sus *ratings* en la regulación hace que haya una clara diferencia en el mercado entre las agencias elegidas y aquellas que no lo son. Esto introduce un elemento que hace que en la industria del *rating* la competencia se base en un elemento de estatus. En comparación con el modelo de competencia basado en la reputación, la competencia basada en el estatus sólo supone un vínculo imperfecto entre la calidad con que las agencias emiten los *ratings* y su estatus en el mercado. En el estatus, además de la calidad de los *ratings*, también tiene un peso muy importante la designación como certificador. En este modelo de estatus, las agencias tienen una menor necesidad de ofrecer calidad en sus *ratings* en comparación con el modelo de competencia basado en la reputación.

Se debe dedicar una especial atención a las situaciones de mercado donde el principal valor de un *rating* para los emisores es su valor certificador. Por ejemplo, situaciones donde las emisiones están dirigidas a unos pocos inversores institucionales, lo

---

7 Se denomina valores de grado de inversión a aquellos valores cuyo *rating* está comprendido entre BBB- y AAA en la escala de Standard and Poor's y sus equivalentes para las otras agencias de calificación crediticia.

8 Este último uso de los *ratings* se ha visto notablemente potenciado en los últimos años con el Acuerdo de Capital Basilea II del Comité de Supervisión Bancaria que se firmó en junio de 2004. Este Acuerdo provee a las entidades de crédito de las bases para que calculen el capital regulatorio que deben mantener para atender a los diferentes riesgos a que están expuestas, entre ellos, el riesgo de crédito. Con este acuerdo, se introduce la posibilidad de medir el riesgo de los préstamos que conceden las entidades de crédito a través de *ratings* provistos por agencias de *rating*. Esto puede traer como consecuencia un incremento en la demanda de *ratings* por parte de las entidades de crédito una vez el Acuerdo de Basilea II se ponga en marcha. Esta medida supone que por primera vez las agencias de *rating* influirán en el coste que tienen para las entidades los préstamos que conceden.

9 Estas limitaciones han sido prácticamente eliminadas en la ley aprobada en Estados Unidos, la Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

que implica asimetrías de información entre inversores y emisores muy reducidas. Esta situación puede tener un buen reflejo en el mercado de las finanzas estructuradas. En los productos estructurados, la calidad con que se emiten los *ratings* es menor que en otros productos. Los emisores tienen incentivos para buscar la agencia que les proporcione el *rating* al menor precio. Empíricamente, hay evidencia de que se da este comportamiento: Fitch, que, como se pone de manifiesto en Fisch (2004), está considerada por el mercado como la agencia con peor calidad en sus *ratings* entre las tres grandes, disfruta de una cuota de mercado significativamente mayor que Moody's en el ámbito de la finanzas estructuradas.<sup>10</sup>

A largo plazo, una regulación excesivamente basada en *ratings* hace que la calidad de estos se resienta. El sistema de designación hace que los nuevos entrantes necesiten un largo periodo antes de ser reconocidos, lo que provoca que se restrinja más la entrada en una industria que ya de por sí es un oligopolio natural. Esta pérdida de entrantes hace que la presión competitiva por innovar en las metodologías se vea reducida, con la consiguiente pérdida de calidad a largo plazo en los *ratings*.

---

10 Fisch (2004), pie de página 23.

### 3 Problemática actual de la industria de las agencias de *rating*

#### 3.1 El papel de la crisis de las hipotecas *subprime*

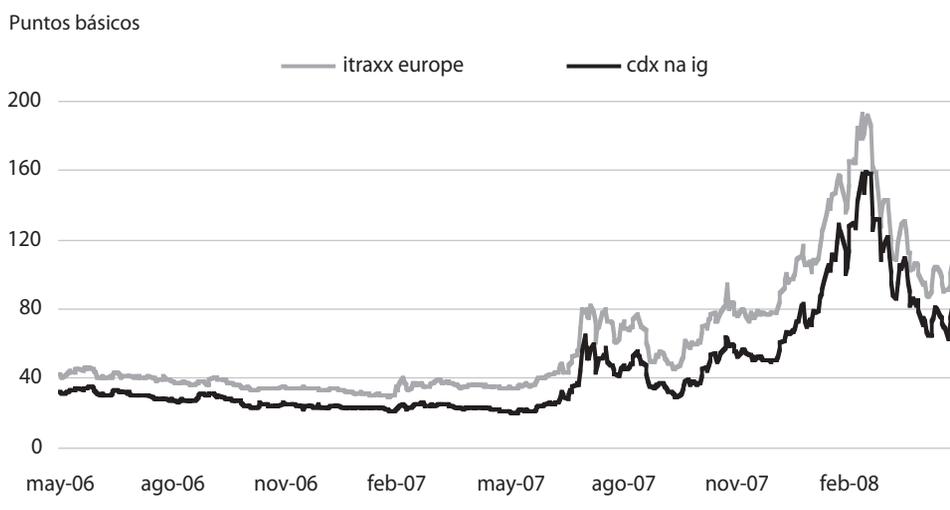
La crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo es responsable en gran parte del debate actual sobre el papel que juegan las agencias de *rating* en los mercados financieros.<sup>11</sup> Esta crisis se inició en la primavera de 2007 y ha provocado importantes turbulencias a nivel internacional, especialmente en Estados Unidos y Europa. El origen de la crisis se sitúa en Estados Unidos. En los meses centrales de 2007 se produjo un aumento en los impagos de las hipotecas *subprime*, junto con un descenso en los precios del sector inmobiliario. La crisis se manifestó inicialmente en una pérdida en el valor de los instrumentos relacionados con la titulización del mercado hipotecario, lo que se tradujo en cuantiosas pérdidas para las entidades que habían invertido en ellos. A diferencia de otros episodios de dificultades que han afectado a los mercados financieros internacionales, esta crisis ha tenido un impacto directo sobre los mercados relevantes en la financiación de las entidades de crédito de los países desarrollados. Una parte importante de las emisiones de titulización de Estados Unidos se vendió en los mercados internacionales, lo que ha provocado el contagio de la crisis. Esto, unido a la falta de información sobre la exposición individual de las entidades de crédito a este tipo de emisiones, ha tenido diversas consecuencias: una reducción drástica del volumen de contratación en los mercados interbancarios, una reducción de la liquidez de los mercados primarios de renta fija (especialmente en el segmento de productos estructurados) y un aumento significativo en los *spreads* de crédito que pagan las entidades de crédito.

La crisis ha producido una contracción del crédito (*credit crunch*). Aparte del efecto directo sobre las entidades de crédito, ha tenido consecuencias negativas para el acceso tanto de las empresas como de los particulares a la financiación ajena. Por ejemplo, en el caso de las empresas el descenso en el apetito por el riesgo del mercado, unido al hecho de que las entidades de crédito tuvieran que restringir los préstamos concedidos, se ha traducido en un aumento ostensible en sus diferenciales de riesgo de crédito (véase gráfico 1).<sup>12</sup>

---

11 Una hipoteca se considera *subprime* cuando no cumple los requisitos para considerarla de grado *prime*. La agencia Fannie Mae definió y marcó los estándares para que una hipoteca sea considerada como *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 Estados Unidos, los *credit scores* varían entre 350 y 850, con una mediana de 678 y una media de 723).

12 El índice Itraxx Europa es media aritmética de los *spreads* de los 125 CDS más líquidos pertenecientes a empresas europeas con deuda calificada como de grado de inversión. El índice CDX NA IG es la media aritmética de los *spreads* más líquidos pertenecientes a empresas de Estados Unidos con deuda calificada como de grado de inversión.



Fuente: Datastream.

1. Datos a 31 de mayo de 2008.

Los segmentos de emisión y negociación de productos estructurados de crédito son los más afectados por la crisis. La mayoría de estos productos son titulizaciones respaldadas por hipotecas (MBS) y titulizaciones respaldadas a su vez por bonos de titulización MBS (CDO de MBS).<sup>13</sup> La caída de los precios de los inmuebles en Estados Unidos y el aumento de la morosidad marcaron el punto de partida de un aumento más que significativo en el riesgo de crédito que percibe el mercado para estos productos. Como se puede apreciar en el gráfico 2, el riesgo de crédito para las emisiones de bonos AAA respaldados por hipotecas *subprime* en Estados Unidos ha pasado de ser 20 puntos básicos en febrero de 2007 a alcanzar cotas superiores a los 14 puntos porcentuales un año después (véase gráfico 3).<sup>14</sup> Si se compara con el deterioro que han sufrido los bonos BBB de la misma duración, se puede apreciar que este es significativamente menor.

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

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

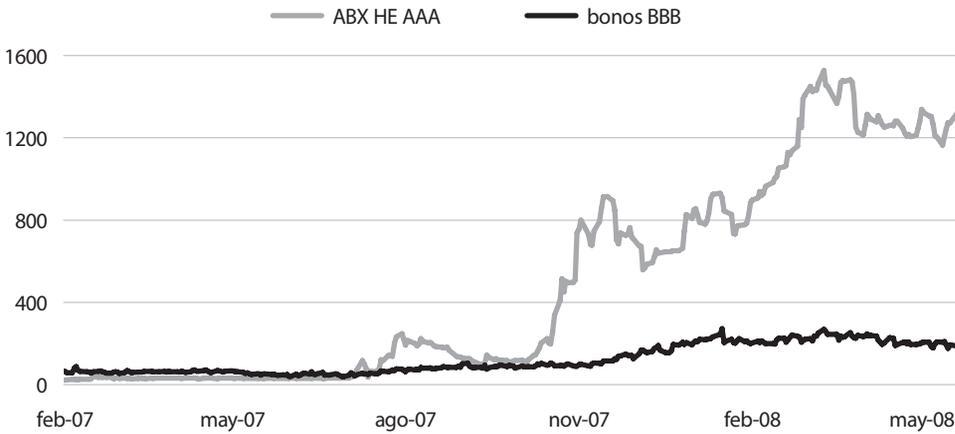
<sup>13</sup> MBS es el acrónimo de *Mortgage Backed Security*. CDO es el acrónimo de *Collateralized Debt Obligation*.

<sup>14</sup> El índice ABX HE AAA es el índice de los 20 CDS más líquidos sobre referencias de titulizaciones RMBS AAA de Estados Unidos, la mayoría de ellas *subprime*. Cada seis meses se renuevan los nombres que componen el índice, constituyéndose una nueva serie. Los nombres que aparecen en cada serie son fijos a lo largo de la vida de cada una de las series. La forma en que se expresa este índice es especial. No se cotiza en puntos básicos sino en forma de número índice, al igual que lo hacen los bonos. Un precio por debajo de 100 indica que el precio de la protección es mayor que al inicio de la serie, un precio por encima de 100 indica que el precio de la protección es menor que al inicio de la serie.

**Índices de riesgo de crédito de las hipotecas *subprime* y los bonos BBB de Estados Unidos<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2

Puntos básicos



Fuente: Reuters y elaboración propia.

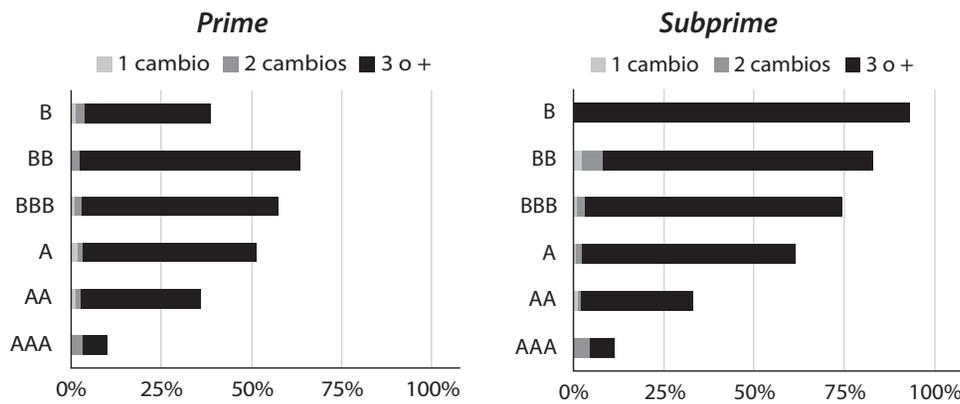
1. Datos a 31 de mayo de 2008.

En el gráfico 3 se muestran los cambios de *rating* que han sufrido las titulaciones hipotecarias *subprime* emitidas en Estados Unidos desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercer trimestre de 2007. En este gráfico se puede apreciar que el porcentaje de descensos de *rating* de estas emisiones ha alcanzado cifras muy altas, incluso en las calificaciones AAA. Además, estos descensos no han sido de un solo *notch* sino, en la mayoría de las ocasiones, de tres o más.<sup>15</sup>

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

**Porcentaje de titulaciones RMBS de Estados Unidos emitidas en el periodo Q1 2005 - Q3 2007 con descenso en su *rating*<sup>1</sup>**

GRÁFICO 3



Fuente: Standard and Poor's.

1. Datos a 9 de junio de 2008.

15 Un *notch* es un movimiento dentro de la escala de *rating*, por ejemplo de AA a AA-.

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

### 3.2 Análisis de las críticas a la actuación de las agencias de *rating* en los mercados financieros

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

En las quiebras de Enron y Parmalat se acusó a las agencias de *rating* de haber entrado en un conflicto de interés que hacía que las agencias no bajaran sus *ratings* a pesar de conocer la mala situación de las empresas. Considerando las características de la industria, es difícil sostener que las agencias hayan mantenido ese comportamiento. Dado el funcionamiento del mecanismo de la reputación, es difícil pensar que esta estrategia les fuera rentable. Teniendo en cuenta que sólo se ha considerado que se comportaran así con ciertas empresas y valorando la forma en que se estructuran los ingresos en esta industria, los beneficios de esta estrategia parecen claramente menores que sus costes. Es cierto que las agencias reciben sus ingresos de los emisores a los que califican, pero los ingresos que reciben de cada uno de ellos no representan en el mercado de bonos corporativos un gran porcentaje sobre el total. Si a esto unimos que las agencias serían detectadas a posteriori si mantuvieran artificialmente altos algunos *ratings*, gracias al mecanismo de la reputación, las pérdidas serían enormes para ellas, ya que esto afectaría a todo su negocio de calificación.<sup>16</sup>

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

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

---

16 Un análisis del mecanismo de la reputación y las implicaciones que este tiene para las agencias de *rating* se ofrece en la sección 2 de esta monografía.

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

Como se ha dicho, la industria de las agencias de *rating* cumple todos los requisitos para ser un oligopolio natural. Esta característica se ha visto aún más reforzada con la forma en que los reguladores han seleccionado a las agencias que emiten los *ratings* válidos como *inputs* de la regulación basada en *ratings*. Estos sistemas de reconocimiento, especialmente el sistema NRSRO, han reforzado el poder de mercado de las principales agencias de modo extraordinario. Un analista de bolsa escribió en un informe la siguiente valoración sobre Moody's antes de la crisis de las hipotecas *subprime*:

*Companies are not unlike medieval castles. The most successful are those that boast some sort of economic moat that makes difficult, if not impossible for competitors to attack or emulate. Thanks to the fact that credit ratings market is heavily regulated by the federal government, Moody's enjoys a wide economic moat.*<sup>17</sup>

Esta valoración resume la actual situación competitiva de esta industria. La imposibilidad de la entrada de nuevas agencias ha hecho que las principales agencias no vean comprometidos sus cuotas de mercado y sus beneficios. La falta de nuevas empresas en un mercado trae típicamente como consecuencia una falta de incentivos para la innovación en la industria que lo surte. En este caso, la falta de innovación se puede interpretar como que las agencias no tienen los incentivos para desarrollar metodologías para el cálculo de sus *ratings* que superen a las existentes. En el caso de la calificación de los productos estructurados de crédito, al tratarse de productos con poca historia, la falta de incentivos para que las metodologías evolucionen a un ritmo adecuado se convierte en un asunto de primer orden.

Otro aspecto que se ha revelado muy importante es la calidad de la información sobre los subyacentes de las estructuras con que contaban las agencias para determinar los *ratings*. Los cedentes de los activos tienen incentivos a no monitorizar correctamente los datos de los subyacentes, al traspasar parte del riesgo de crédito a terceros. Esto, unido a un excesivo apetito por el riesgo estimulado por la buena

---

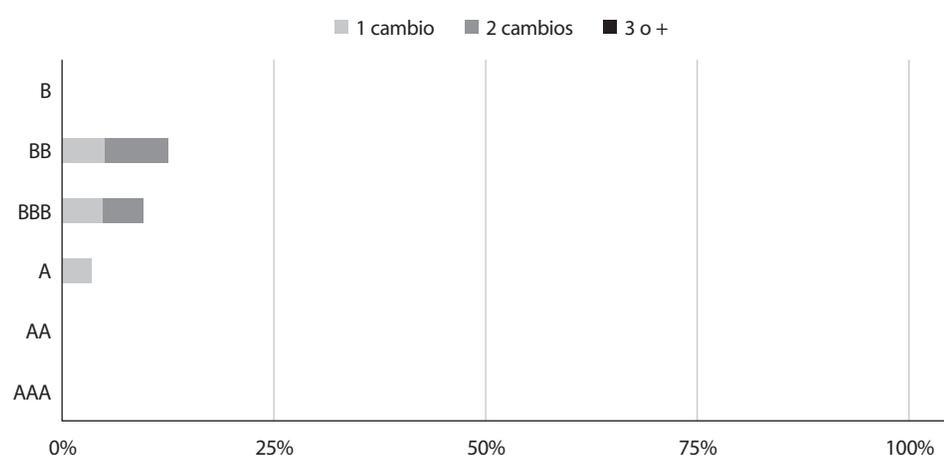
17 American Enterprise Institute for Public Policy Research, documento HR 2990: "Creating a Competitive Agency Sector".

coyuntura económica, hace posible pensar que las agencias partieran de una información que sobrevaloraba la calidad de los activos que respaldaban las estructuras.

Si se comparan los cambios de *rating* que aparecen en los gráficos 3 y 4 se puede ver que, dependiendo del tipo de colateral y del país, los resultados son muy diferentes. Dentro del mismo país, Estados Unidos, las titulaciones que tienen como subyacente hipotecas *subprime* han sufrido mayores descensos, tanto en el número de emisiones como en el *rating* de cada emisión, que las que tienen como subyacente hipotecas *prime*. Es lógico pensar que la información de que las agencias disponían sobre los subyacentes de las titulaciones *subprime* era peor que la de las *prime*. Para que una hipoteca se considere *prime* debe cumplir de partida unos requisitos que garantizan que la información de los prestatarios reúne un mínimo de calidad.<sup>18</sup>

**Porcentaje de titulaciones RMBS españolas emitidas en el periodo Q1 2005 - Q3 2007 con descenso en su rating<sup>1</sup>**

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV, Bloomberg y Reuters.

1. Datos a 12 de junio de 2008.

Cuando se analizan los cambios de *rating* que ha habido en los bonos de titulización españoles se puede apreciar un número considerable de revisiones. No obstante, en el caso español las revisiones han sido menos fuertes e intensas que en Estados Unidos. Además del mejor comportamiento relativo del mercado inmobiliario español, las diferencias pueden deberse parcialmente al vigor de la supervisión bancaria en España. El Banco de España, mediante una supervisión directa, verifica periódicamente que las entidades comprueben que la información de los prestatarios en base a la cual se les concede el préstamo se corresponde a la realidad. Esto supone que las agencias disponen de información más certera a la hora de realizar sus valoraciones de instrumentos respaldados por préstamos hipotecarios.

18 Dennis P. Lockhart, *President y Chief Executive Officer* del Federal Reserve Bank of Atlanta, se expresó en los siguientes términos sobre la información de los subyacentes de las hipotecas *subprime*: "In many cases aggressive mortgage originators were writing loans to borrowers with weak credit history, little or no equity invested in the house, and little or no verification of the borrower's ability to repay".

Una de las principales causas por la que los *ratings* no han reflejado la realidad de la manera deseada hay que buscarla en que los modelos usados por las agencias para el cálculo del riesgo de crédito de las titulaciones son modelos complejos y muy diferentes entre sí.<sup>19</sup> Dados los mismos parámetros, el riesgo de crédito de la cartera subyacente que arrojaban los distintos modelos era en ocasiones muy diferente. El periodo de bonanza económica vivido en los últimos años redujo de manera significativa el número de quiebras en comparación con periodos precedentes, por lo que no se pudo comprobar cuál de los modelos era el que mejor reflejaba el verdadero riesgo de crédito de la cartera subyacente. Por tanto, a pesar de que los resultados de los modelos eran diferentes, no se podía concluir si el modelo usado por una agencia era mejor que el utilizado por otra.

Un problema común a todos los modelos es el cálculo de la correlación existente entre los activos que componen la cartera del fondo. La dificultad de encontrar un método fiable de estimación de la correlación, unida a la fuerte sensibilidad de estos modelos a dicho parámetro, ha hecho que el riesgo de modelo existente en las estimaciones de las agencias haya sido aún mayor. Una de las maneras más comunes utilizadas para estimar las correlaciones de los activos de las estructuras es el uso de datos históricos de los fallidos en activos similares. Esto, unido al hecho de que las agencias vislumbraran escenarios demasiado optimistas sobre la evolución del mercado inmobiliario y de la economía en general, llevó a que en la mayoría de los casos se infravalorara la correlación de los activos de la cartera y, en general, el riesgo de crédito de los bonos resultantes de las estructuras.

El hecho de que las agencias conocieran que el riesgo de modelo de sus metodologías era elevado pudo tener consecuencias estratégicas en su comportamiento a la hora de asignar los *ratings* a los bonos de las estructuras. En el apéndice II, en la sección 3, se describe una versión abreviada del modelo que se presenta en Mariano (2006). Este modelo pone de manifiesto que cuando en la industria las agencias saben que sus metodologías no ofrecen garantías de calidad, en equilibrio, otorgan al emisor el mismo *rating*. También se demuestra que el *rating* será mayor del que en realidad le correspondería por la información que ellas tienen del emisor. Las agencias acaban optando por comportarse todas al unísono, pues saben que si no lo hacen y dan otro *rating*, la probabilidad de que se equivoquen es alta, lo que se traduciría en una pérdida importante en su reputación respecto a la de sus competidoras. Esto hace que no tengan incentivos a publicar el *rating* que pudieran pensar es el adecuado.

En el transcurrir de los meses desde el inicio de la crisis *subprime* se ha acusado reiteradamente a las agencias de *rating* de mantener un conflicto de interés 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 mayores para que se dé ese comportamiento. Según el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), en Europa la emisión de *ratings* para productos estructurados supuso el 40-50% de los ingresos

---

19 Los modelos utilizados por las principales agencias de *rating* para calibrar el riesgo de crédito de las titulaciones CDO son: el modelo CDO Evaluator de Standard and Poor's, el modelo de Expansión Binomial de Moody's y el modelo VECTOR de Fitch. Para conocer más detalles sobre estos modelos, véase Losada (2006).

de las agencias en 2007.<sup>20</sup> Si a esto se une que algunos cedentes suponen una parte importante de la facturación de la agencia, al emitir a través de varios vehículos de productos estructurados, si una agencia decidiera elevar intencionadamente sus *ratings*, sus ingresos serían sustanciales, lo que hace que la situación cambie con respecto a las quiebras de Enron y Parmalat. Sin embargo, esta estrategia sólo sería rentable si los ingresos que obtuviera compensaran el descenso de ingresos por la pérdida de reputación que sufriría si fuera descubierta. Dada la corta historia de este tipo de productos y las complejas metodologías con las que las agencias los califican, no era sencillo para el mercado verificar con la precisión necesaria la calidad de los *ratings* emitidos.<sup>21</sup> Sólo un deterioro rápido del mercado inmobiliario y de la economía en general que afecta de manera importante a los subyacentes de los productos estructurados ha mostrado que los *ratings* que se emitieron eran anormalmente altos. Como se ha descrito antes, aunque otras razones pueden ayudar a explicar la existencia de *ratings* inadecuados, se han dado las condiciones necesarias para la existencia de conflictos de interés.

Otro hecho que pone de manifiesto el conflicto de interés entre agencias y emisores es la proliferación de productos estructurados altamente sofisticados. Ejemplos de estos productos son los CPDO, los CDO al cuadrado de tramos *equity* o los derivados sobre tramos de CDO.<sup>22</sup> Los subyacentes de estos productos son bonos de titulización o índices de CDS, lo que hace que las metodologías para la medición de su riesgo de crédito estén lejos de ser precisas. Estos productos no habrían salido al mercado si las agencias no les hubieran otorgado unos altos *ratings*. Lo normal habría sido que las agencias hubieran emitido *ratings* muy conservadores para este tipo de productos y que su proliferación hubiera sido menor. Por tanto, unos *ratings* altos en estas emisiones se pueden interpretar como el resultado de la existencia de un conflicto de interés en el segmento de los productos estructurados.

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

Organismos como CESR han señalado que los inversores han otorgado a los *ratings* más propiedades de las que en realidad tienen.<sup>23</sup> Los inversores han tomado los *ratings* como análisis estadísticos suficientes de los riesgos que llevan aparejadas las emisiones de productos estructurados y que van más allá del riesgo de crédito, como por ejemplo el riesgo de liquidez. Un número significativo de inversores en estos productos, normalmente institucionales, tomaron la decisión de comprar productos estructurados basándose únicamente en el *rating* que tenían, normalmente AAA.

---

20 "The role of credit rating agencies in structured finance". Documento CESR/08-277, disponible en <http://www.cesr.eu>.

21 En la subsecciones 1 y 2 del Apéndice II se describen dos modelos que pueden ayudar a entender de manera más profunda los mecanismos que podrían llevar a una agencia de *rating* a una situación de conflicto de interés con los emisores.

22 CPDO es el acrónimo de *Constant Proportion Debt Obligation*. CDO es el acrónimo de *Collateralized Debt Obligation*.

23 V. nota 20.

No realizaron un análisis de *due-diligence*, ni de los riesgos que estos productos complejos llevaban aparejados. Estas malas prácticas de los inversores contribuyeron de manera significativa a que los *ratings* tuvieran una importancia mayor en los productos estructurados que en otros mercados de deuda.

El otro factor que también explica el crecimiento de la demanda de los productos estructurados hasta la crisis *subprime* es su valor como *input* de las regulaciones. Muchas de las estructuras buscaban que un porcentaje elevado de sus bonos tuvieran una calificación elevada para que sus inversores obtuvieran ventajas regulatorias. Se considera que una parte importante de las emisiones de productos estructurados se utilizó como instrumento de arbitraje regulatorio.



## 4 La regulación de la industria de las agencias de *rating*

### 4.1 Razones para la regulación de la industria de las agencias de *rating*

Como se ha descrito en la sección 2, la industria del *rating* se caracteriza por ser un oligopolio cuyo principal negocio es proveer al mercado con *ratings* que reduzcan las asimetrías de información en los mercados financieros. Es por ello que la industria del *rating* tiene una relación estrecha con dos fallos de mercado: la falta de competencia perfecta y la información imperfecta. Esta estrecha relación hace que la industria de *rating* sea susceptible de regulación. En relación con la falta de competencia, quizás sea necesaria una regulación que la fomente y lleve a la industria a una situación más cercana al paradigma de competencia perfecta. Por otra parte, la información que suministran los *ratings* es utilizada por los reguladores financieros como *input* en su regulación. Por eso una de las labores de la autoridad financiera es la de garantizar que la calidad de los *ratings* usados en la regulación financiera sea suficiente.

#### 4.1.1 La competencia en la industria de las agencias de *rating*

Esta es una industria con un número reducido de agencias operando en los mercados y con fuertes barreras a la entrada. Esta falta de competencia en la industria puede tener consecuencias para el bienestar social, tanto a corto como a largo plazo.

En el corto plazo, la falta de competencia se traduce en que las agencias cargan precios por encima de sus costes marginales, lo que hace que las agencias de *rating* sean empresas especialmente rentables.<sup>24</sup> Estos precios por encima del coste marginal sólo traen como consecuencia un descenso en el bienestar social cuando reducen la cantidad de *ratings* que se suministra al mercado. En Dittrich (2007) se concluye que la demanda de *ratings* por parte de los emisores es inelástica o está muy próxima a serlo. Esto se debe a que los emisores basan la decisión de pagar por un *rating* en el valor añadido que les reporta, es decir, para ellos el precio del *rating* es casi irrelevante.

En los mercados con una demanda inelástica el bienestar social es constante con respecto al precio que se da en ese mercado. El bienestar social no se ve reducido, simplemente se da un reparto del bienestar distinto al que se daría en una situación de competencia perfecta, donde los emisores disfrutarían de un menor bienestar y las agencias de *rating* de un mayor beneficio.<sup>25</sup> A corto plazo, la falta de competencia no se traduce en una pérdida de bienestar social.

---

24 Véase el modelo descrito en el apéndice II.1.

25 Esta afirmación lleva aparejado el supuesto de que el bienestar de las agencias de *rating* (su beneficio) y el de los emisores y los inversores tienen el mismo peso dentro de la función de bienestar social.

La situación es diferente cuando analizamos la falta de competencia en el bienestar social a largo plazo. En este contexto, debe plantearse si las agencias tienen los incentivos correctos para la innovación. En concreto, las agencias deberían desarrollar a un ritmo adecuado nuevas metodologías que mejoren el cálculo de los riesgos de crédito de los productos ya existentes, así como crear metodologías adecuadas para los nuevos productos que surgen en el mercado.

No existe una respuesta clara en términos de organización industrial acerca de cuál es la estructura de una industria que mejor incentiva la innovación en sus miembros. Sin embargo, sí existe consenso en concluir que en las industrias maduras donde las empresas tienen gran poder de mercado no existen grandes incentivos para la innovación. Estas dos características concurren en la industria de las agencias de *rating*, lo cual convertiría en una paradoja el hecho de que en la industria de la calificación crediticia se haya desarrollado una gama de nuevos productos relacionados con las finanzas estructuradas.

Cuando los emisores comenzaron a crear activos respaldados por activos, necesitaron la ayuda de las agencias de *rating* para evaluar y auditar el riesgo de crédito de estos productos teniendo en cuenta que son diseñados con el objetivo de alcanzar perfiles de riesgo prefijados. Estos *ratings* se desarrollaron siguiendo la demanda por parte de los emisores de este tipo de productos.

Los *ratings* para finanzas estructuradas son un ejemplo de cómo se desarrolla la innovación en una industria caracterizada por empresas con poder de mercado y donde la reputación es uno de sus principales activos. A priori, una nueva necesidad de *ratings* supone un nuevo negocio y nuevos beneficios para las agencias. Independientemente de su tamaño, ganarán una ventaja competitiva sobre sus oponentes en el nuevo segmento si son los primeros en ofrecer este servicio con una calidad satisfactoria. Sin embargo, las agencias con gran reputación y cuota de mercado se enfrentan a un *trade-off* cuando deben decidir si entran o no en el nuevo segmento. Si las metodologías de que disponen para emitir los *ratings* no les ofrecen las suficientes garantías, las grandes agencias pueden decidir no entrar en el nuevo negocio para no arriesgar su reputación en los segmentos de mercado que ya cubren. Por ello, es difícil que las grandes agencias sean las primeras en entrar en los nuevos segmentos de mercado. En una industria donde la reputación no fuera tan importante, una nueva empresa creada para cubrir la demanda del producto sería una candidata ideal a ser la primera en entrar en el nuevo mercado. En cambio, en la industria del *rating* es muy difícil que se dé esta situación. La falta de reputación de esta nueva agencia actuaría como barrera a la entrada y le impediría sobrevivir. En este contexto, las agencias candidatas a ser las primeras en cubrir la nueva demanda serán las agencias de menor tamaño que disfruten de cierta reputación en los segmentos tradicionales. Fitch, una agencia que es el resultado de la fusión de pequeñas pero reputadas agencias, disfruta actualmente de una gran cuota de mercado en las finanzas estructuradas a nivel mundial con un 54%.<sup>26</sup>

Otro aspecto importante de la innovación es el proceso de mejora en los *ratings* de los productos de deuda tradicionales.<sup>27</sup> Desde el punto de vista del bienestar social

---

26 Dato publicado a 30 de septiembre de 2007 por Fitch Ratings.

27 Principalmente bonos corporativos y deuda pública.

es deseable que las agencias mejoren sus metodologías con el tiempo. En estos segmentos, el poder de mercado de las agencias y las importantes barreras a la entrada hacen que la presión competitiva esté muy alejada del paradigma de competencia perfecta, por ello es difícil que surjan nuevas metodologías de las agencias con más poder de mercado. Al igual que en los *ratings* de nuevos productos, sólo las agencias pequeñas-medianas que tengan cierta reputación tendrán incentivos a innovar para ganar cuota de mercado.

El poder de mercado de que disfrutaban las grandes agencias, Moody's y Standard and Poor's, se traduce en potenciales comportamientos anticompetitivos. Se acusa a las agencias de utilizar tres estrategias para rentabilizar su poder de mercado: la emisión de *ratings* no solicitados, el *notching* punitivo y lo que se conoce en la literatura de política de la competencia como venta en lotes.

Los *ratings* no solicitados se emiten sin ser pagados por el emisor y suelen estar basados sólo en la información pública del emisor. Las grandes agencias usarían estos *ratings* para presionar a los emisores a los que no califican. Dado que existe el *rating* no solicitado, los emisores se verían forzados a pagar por un *rating* que contenga también información privada de la propia empresa y así obtener un *rating* mayor o afianzar el ya emitido. En Cantwell (1998) se muestra que el 90 por ciento de los emisores que fueron calificados por primera vez por la sola iniciativa de una agencia decidieron pagar por las subsiguientes revisiones del *rating*.

El *notching* punitivo se refiere a la práctica de ajustar automáticamente a la baja los *ratings* de los bonos de finanzas estructuradas que se usan en el activo de una nueva estructura si no han sido calificados por la misma agencia que se encarga de calificar la nueva estructura.<sup>28</sup> Con esta práctica, la agencia logra que en el pasivo de la estructura resultante el porcentaje de bonos con mejor calificación sea mayor si los bonos del activo han sido calificados por ella misma. Este comportamiento fuerza a los emisores a realizar todas sus estructuras con la misma agencia.

La venta en lotes consiste en vender un producto o servicio condicionado a la compra de otro. Las agencias de *rating*, en ocasiones, sólo emiten un *rating* sobre una emisión si el emisor se compromete con la agencia a que esta también calificará futuras emisiones. Las agencias habrían podido estar practicando otro tipo de venta en lotes en las finanzas estructuradas. En este caso, las agencias unirían la emisión de un *rating* a que el emisor compre servicios de asesoramiento sobre la forma óptima de estructurar la operación.

En resumen, el hecho de que la industria esté dominada por agencias con un gran poder de mercado hace que se presenten dos tipos de problemas: la falta de incentivos a la innovación y unos comportamientos que podrían ser calificados como de abuso de posición de dominio.

#### 4.1.2 La calidad de los *ratings* emitidos por las agencias

Los estados están interesados en que los *ratings* se emitan con la calidad más alta posible para así aumentar la eficiencia de los mercados financieros. Los *ratings* son

---

28 Un ejemplo muy habitual de este tipo de estructuras sería un CDO de bonos ABS.

una parte importante del conjunto de información disponible para los integrantes del mercado. Por ello, una baja calidad informativa podría provocar distorsiones no deseables en las asignaciones de capital si las agencias continuaran manteniendo una alta reputación.

La calidad de los *ratings* es también relevante para los reguladores que los usan como inputs en lo que se conoce como regulación basada en *ratings*.<sup>29</sup> Este tipo de regulación parte del supuesto de que los *ratings* utilizados son de la más alta calidad. Por ello, los reguladores deben asegurarse de que los *ratings* usados en la regulación tienen la calidad deseada. Especialmente relevante es en este caso que no se den *ratings* excesivamente elevados como resultado de una colusión entre emisores, inversores y agencias de *rating*.

Como se puede comprobar en el modelo que aparece en la subsección 1 del Apéndice II, si la regulación basada en *ratings* no existiera, la industria del *rating* sería una candidata ideal para que el mecanismo de la reputación funcionara correctamente. Esto haría que no fuera beneficioso para ninguna agencia elegir una estrategia de emisión de *ratings* con otro nivel de calidad que no fuera su máximo. Sin embargo, el que algunas agencias sean seleccionadas para que sus *ratings* se conviertan en el *input* de la regulación basada en *ratings* introduce elementos que hacen que el mecanismo de la reputación no sea tan sólido.<sup>30</sup> Una vez los *ratings* de una agencia han sido reconocidos como válidos para la regulación, los emisores asumen que la agencia tiene una calidad alta, puesto que el regulador confía en ella. Con este proceso de designación, el regulador crea lo que se puede denominar “autoridades de mercado”. Por supuesto, ante el mercado esta condición podría desaparecer si la agencia bajase su calidad durante un largo periodo, pero le permite bajar su calidad en momentos puntuales sin perjuicio para ella. Esto se debe a que la calidad que percibe el mercado de los *ratings* emitidos por la agencia ya no sólo depende de su reputación, sino también de su estatus en el mercado. Un emisor no se fijará sólo en el grado de acierto que haya tenido la agencia en el pasado; para disfrutar de estatus en el mercado será condición necesaria que sus *ratings* tengan validez para la regulación basada en *ratings*. Paradójicamente, el intento de que la regulación basada en *ratings* se soporte sobre unos *ratings* de alta calidad ha traído como consecuencia un deterioro en los incentivos que las agencias tienen para emitir *ratings* de calidad.

El hecho de que parte de la regulación financiera se base en *ratings* también da lugar a que surjan conflictos de interés. Al medir el mercado su calidad basándose en su estatus, da lugar a que la agencia de *rating* pueda bajar la calidad de sus *ratings* sin verse perjudicada por ello. Esto provoca que las agencias reconocidas puedan emitir puntualmente *ratings* deliberadamente altos con los que los emisores puedan reducir costes en sus emisiones y la agencia pueda aumentar sus ingresos. La venta de servicios complementarios a la emisión del *rating* por parte de la agencia sería la manera más habitual de obtener ingresos extra.

---

29 Para una descripción más detallada de la regulación basada en *ratings* y los objetivos que persigue véase la sección 2.3 de esta monografía.

30 Para una descripción de cómo la elección que hacen los reguladores de las agencias usadas en la regulación basada en *ratings* debilita el mecanismo de la regulación véase la sección 2.3 de esta monografía.

La venta de estos servicios es especialmente relevante en el caso de las finanzas estructuradas. El éxito de estos productos pasa por estructurar el activo del fondo de tal manera que los bonos emitidos tengan el perfil de riesgo deseado por los potenciales inversores. La mayoría de estos bonos, cuando son usados por los inversores para cumplir con la regulación basada en *ratings*, actúan de forma beneficiosa para ellos. Ello otorga a estos *ratings* un gran valor para los inversores, quedando en un segundo plano el valor informativo y, con él, el mecanismo de la reputación. Por ello, las finanzas estructuradas son candidatas ideales a dar problemas de conflictos de interés.

En la práctica, los dos fallos de mercado que tienen relación con la industria del *rating*, competencia imperfecta e información incompleta, deberían ser tratados de manera conjunta. Con ello, se trata de evitar que el intento de corrección de un fallo de mercado por parte de un regulador traiga como consecuencia el agravamiento del fallo de mercado del que la otra autoridad es competente, como un efecto de segunda ronda.

## 4.2 La regulación de las agencias de *rating* en Estados Unidos y la Unión Europea

En esta subsección se describe la regulación, tanto europea como estadounidense, que está en práctica o que lo ha estado hasta fechas recientes. Conocer esta regulación ayudará a entender la actual estructura de la industria, así como las posibles mejoras que se pueden introducir en su regulación y por extensión en la industria.

### 4.2.1 Código de Conducta de IOSCO

Los mercados financieros cada vez están más internacionalizados, lo que provoca que se tienda a una regulación, al menos de mínimos, coordinada. Las quiebras de la Corporación Enron y de Parmalat en los primeros años del siglo llevaron a cuestionar la labor de las agencias de *rating*. De manera global, a través de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), se estudió y debatió la situación de las agencias de *rating*.<sup>31</sup>

En diciembre de 2004, IOSCO publicó el documento “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (El Código IOSCO), en el que se marcan las pautas para el buen funcionamiento de las agencias.<sup>32</sup> En la elaboración del Código intervinieron, además de los reguladores miembros de IOSCO, las agencias de *rating*, así como representantes de inversores y emisores.

El Código consiste básicamente en reglas sobre normas de conducta que las agencias deberían seguir para garantizar que estas:

---

31 De los debates y estudios sobre la situación global de la industria del *rating*, IOSCO publicó dos documentos: El primero referente a los servicios que ofrecen al mercado financiero, “Report on the Activities of Credit Rating Agencies”, disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>, y el segundo sobre los pilares que rigen el buen funcionamiento de la industria, “Statement of Principles on the Activities of Credit Rating Agencies”, disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

32 El Código IOSCO está disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

1. Aseguren la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de los *ratings*.
2. Se mantengan independientes y eviten conflictos de interés.
3. Asuman su responsabilidad ante los inversores y emisores aumentando la transparencia en sus metodologías y tratando de manera adecuada la información confidencial con que los emisores les proveen.

Como ejemplo de las normas de conducta que se proponen está la existencia de “mallas chinas” entre la parte de las agencias dedicada a la elaboración de *ratings* y la parte dedicada al asesoramiento o a cualquier otro servicio que se dé al emisor. Otros ejemplos serían que las agencias den suficiente información sobre las metodologías que emplean o que estructuren los equipos que elaboran los *ratings* con el objetivo de garantizar su continuidad y evitar sesgos en los *ratings* emitidos.

En el Código no se proponen medidas concretas sobre cómo hacer que las agencias lo cumplan. Simplemente se recomienda que las agencias adopten las reglas propuestas en el Código como parte de sus códigos individuales de conducta. Se deja el cumplimiento efectivo a los mecanismos de mercado o, en su caso, a la adopción del Código en las regulaciones nacionales.

Con el objetivo de que los mecanismos de mercado funcionen, IOSCO recomienda dar publicidad al grado de cumplimiento que las agencias de *rating* implementan en su propio código interno de conducta. Se propone que las agencias informen si se desvían de las reglas propuestas en el Código y, en caso de que lo hagan, si con sus propias reglas pueden llegar a cumplir los objetivos finales que persigue el Código.

#### 4.2.2 La regulación en Estados Unidos

Hasta que se promulgó la Sarbanes-Oxley Act de 2002 como consecuencia de la quiebra financiera de la Corporación Enron no se había considerado una regulación y supervisión directa por parte del estado de las agencias de *rating*.

Estados Unidos tiene una gran tradición en el uso de los *ratings* como *inputs* de la regulación financiera. Los *ratings* se incorporaron por primera vez en los años treinta como *input* de la regulación usada para preservar la estabilidad financiera y para proteger a los inversores en IIC y fondos de pensiones. La mayoría de estas reglas consistían en obligar a las entidades de crédito, IIC y fondos de pensiones a invertir en productos con un *rating* igual o superior a un límite prefijado. A raíz de esta regulación se acuñó el término *investment grade* para designar a los valores con un *rating* BBB- o superior.

Debido a la crisis crediticia de los años setenta, en 1975 se decidió que era conveniente un uso más extendido de los *ratings* en la regulación financiera. En concreto, se comenzó a usar los *ratings* para determinar los requerimientos de capital para los intermediarios de los mercados de valores y las entidades de crédito.<sup>33</sup> La SEC creó un sistema de registro para las agencias de *rating*. Mediante este sistema, las

---

33 El instrumento jurídico inicial que se usó fue la regla de capital neto de la SEC, la cual está recogida en el artículo 15c3-1 de la Securities Act of 1933.

agencias denominadas National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO) eran las únicas que podían emitir *ratings* para ser usados en la regulación financiera. El registro NRSRO se hacía a través de lo que se denominaba una *No Action Letter*. Los criterios de registro usados por la SEC no eran transparentes, de hecho nunca se publicaron los criterios específicos que debía cumplir una agencia para alcanzar el reconocimiento NRSRO. Los únicos criterios conocidos eran genéricos: los *ratings* de la agencia debían ser fiables, creíbles y ser ampliamente usados por el mercado. Para convertirse en NRSRO, la agencia debía disponer del reconocimiento del mercado. Esto hizo que este mecanismo se volviera muy rígido. Una vez una agencia tenía el estatus de NRSRO, la SEC nunca se planteó retirárselo.

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

A principios de los años ochenta había siete agencias de *rating* registradas. Sin embargo, debido a fusiones y adquisiciones, este número se redujo a tres durante los años noventa. Durante años, tres agencias, Moody's, Standard and Poor's y Fitch, coparon la casi totalidad del mercado. El carácter de oligopolio natural de esta industria, unido a la dificultad de obtener el estatus NRSRO, perpetuaba esta situación.

Como consecuencia del debate que se generó a raíz de la promulgación de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 se dictó la Credit Rating Agency Reform Act de 2006.<sup>34</sup> Con esta Ley el marco regulatorio que afecta a las agencias de *rating* se reformó de manera radical, si bien no entró completamente en vigor hasta el 1 de enero de 2008. Esta Ley ha supuesto el cambio de la regulación que afecta a las agencias de *rating* en dos aspectos fundamentales: el modo en que son designadas las agencias por la SEC como válidas para emitir *ratings* para un uso regulatorio y la apuesta que supone esta Ley hacia una supervisión directa de las agencias. Esto supone un alejamiento de la autorregulación propuesta en el Código de Conducta de IOSCO.

Los efectos a largo plazo que esta Ley va a tener en la industria son desconocidos a día de hoy. Por ello, esta Ley se analizará en profundidad en la subsección 4.3 de esta monografía como una de las posibles soluciones regulatorias que se pueden implementar para mejorar el funcionamiento actual de la industria de las agencias de *rating*. A corto plazo, ha habido un aumento del número de agencias de *rating* reconocidas por la SEC. Actualmente su número es nueve:

- Moody's Investor Service
- Standard and Poor's
- Fitch Ratings

---

34 La sección 702 de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 requería un estudio por parte de la SEC sobre el papel de las agencias de *rating* en los mercados financieros. La SEC emitió el estudio "The Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets". En el estudio se ponían de manifiesto ciertas disfunciones en la industria de las agencias de *rating*.

- A. M. Best Company
- Dominion Bond Rating Service, Ltd
- Japan Credit Rating Agency, Ltd
- R&I, Inc
- Egan-Jones Rating Company
- LACE Financiam<sup>35</sup>

#### 4.2.3 La regulación en Europa

Los colapsos de Enron y Parmalat también trajeron a Europa la discusión sobre si era necesario regular a las agencias de *rating*. En febrero de 2004, el Parlamento de la Unión Europea requirió a la Comisión una resolución sobre si las agencias debían ser reguladas y, en caso afirmativo, de qué manera. Para ello, la Comisión requirió de CESR un informe técnico al respecto. CESR realizó un proceso de consulta y publicó sus resultados en noviembre de 2004.<sup>36</sup> En marzo de 2005, a partir de las consultas, CESR emitió un informe técnico para la Comisión.<sup>37</sup> A pesar de que la preferencia inicial del Parlamento de la U.E. fue por una regulación directa de las agencias, el informe técnico de CESR recomendó una solución no legislativa que se basara en la autorregulación. Es por ello que en Europa se adoptó el Código de Conducta propuesto por IOSCO.

No obstante, algunos países como Francia optaron por endurecer su legislación. La Loi de Sécurité Financière, de 1 de agosto de 2003 establece el mandato de que la Autorité des Marchés Financiers (AMF) haga público anualmente mediante un informe el papel de las agencias, sus reglas éticas, la transparencia de sus métodos y el impacto de sus actividades sobre los emisores y los mercados financieros.<sup>38</sup>

España también tiene su propia excepción a la autorregulación. La Ley 19/1992, de 7 de julio sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria establece en el artículo 5, sección 8 que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo de titulización hipotecario debe ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV cuando coticen en un mercado oficial. Sin este reconocimiento no es posible que una agencia califique una emisión de titulización que cotiza en un mercado oficial. En este caso, el regulador ha delegado la evaluación del riesgo de crédito de este tipo de productos en las agencias. Esta regulación deja a la CNMV la potestad de

---

35 Esta agencia tiene un cliente que le aporta más del 10% de su facturación anual. La SEC le ha concedido un estatus provisional de NRSRO hasta el 1 de enero de 2009, fecha en la que se revisará de nuevo si la agencia reúne las condiciones para mantener la condición de NRSRO.

36 "CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies": Consultation Paper, CESR 04-612b (noviembre de 2004).

37 "CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies", CESR 05-139b (marzo de 2005).

38 El último de los documentos que revisan el papel de las agencias de *rating* es "AMF 2007 Report on rating agencies" disponible en [http://www.amf-france.org/documents/general/8131\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8131_1.pdf).

elegir a las agencias, siguiendo sus propios criterios, que tengan la suficiente calidad para emitir *ratings* que reflejen fielmente los riesgos involucrados en los fondos. La CNMV tiene reconocidas a Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

A pesar de que en Europa la regulación basada en *ratings* no goza de la misma tradición que en Estados Unidos, en los últimos años esta situación ha cambiado con la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (Basilea II). En Basilea II se decidió que en uno de los métodos, el método estándar, las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio usando como *input* los *ratings* de los valores y de los deudores que tenían en cartera. Basilea II se ha implementado en la Unión Europea a través de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito. En esta Directiva se establecen las normas que las agencias de calificación crediticia deben cumplir para que los *ratings* que emiten sean válidos en el cálculo regulatorio de las entidades. A las agencias que cumplen los requisitos de la Directiva se las denomina External Credit Assessment Institutions (ECAI).

En concreto, en la parte II del anexo VI de la Directiva se enumeran los requisitos que una agencia de *rating* debe cumplir para alcanzar el estatus de ECAI. El proceso de registro de las agencias lo llevan a cabo en cada país las respectivas autoridades que tienen competencia sobre la supervisión bancaria y/o de empresas de servicios de inversión. Esto se debe a que los *ratings* de las agencias ECAI también son usados en el cálculo del capital regulatorio de las empresas de servicios de inversión.<sup>39</sup>

Los requisitos básicos que una agencia de *rating* debe cumplir para ser designada como ECAI por el supervisor correspondiente son de diversa naturaleza. Además de objetiva e independiente a la hora de elaborar sus *ratings*, la agencia debe ser transparente con las metodologías que emplea. Quizás la característica más importante que se les pide a las agencias para ser registradas como ECAI es que sus *ratings* gocen de reconocimiento en el mercado y que sean consideradas creíbles y fiables por sus usuarios.

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

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

El sistema de registro ECAI tiene muchos puntos en común con el antiguo sistema NRSRO de Estados Unidos descrito en la subsección 4.2.2. Al igual que el sistema

---

39 En virtud de la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.

norteamericano, trata de que los *ratings* que se usan en el cálculo del capital de las entidades tengan una calidad satisfactoria. También se asemejan en que el proceso de registro se basa en gran medida en la penetración que la agencia tiene en el mercado y no en parámetros objetivos de calidad, como, por ejemplo, tablas estadísticas. Por último, una vez una agencia de *rating* es designada como ECAI parece difícil que sea desposeída por parte de los reguladores de esa condición, si bien es cierto que en la Directiva está previsto un mecanismo por el que los supervisores deben comprobar la calidad de los *ratings* de las agencias ECAI mediante métodos estadísticos. Si una agencia ofreciera un probabilidad de fallido en sus *ratings* mayor que la media de las otras agencias, las autoridades harían que la entidad aumentara su capital regulatorio debido a los activos calificados por esa agencia. Esta medida hace que el valor regulatorio de los *ratings* de las agencias ECAI dependa de la calidad de sus *ratings*. Esto, en teoría, tendrá como consecuencia que bajo el sistema ECAI el mecanismo de la reputación funcione mejor que bajo el antiguo sistema de NRSRO.

En España la autoridades encargadas de otorgar el registro ECAI son el Banco de España y la CNMV.<sup>40</sup> Existen cuatro agencias registradas por el Banco de España: Moody's, Standard and Poor's, Fitch y Dominion Bond Rating Services. La CNMV ha registrado a las tres primeras, encontrándose Dominion Bond *Rating Services* pendiente de decisión.<sup>41</sup>

Finalmente, hay que destacar que ni en Europa ni en Estados Unidos se ha llevado a cabo ningún tipo de regulación que trate de mejorar el segundo de los fallos de mercado presentes en esta industria, la competencia imperfecta.

### 4.3 Propuestas de regulación de la industria del *rating*

#### 4.3.1 La Credit Rating Agency Reform Act

La nueva regulación y supervisión de las agencias de *rating* que se acordó implantar en Estados Unidos viene determinada por la Credit Rating Agency Reform Act de 2006. Esta Ley se ha ido desarrollando y acabó su proceso de entrada en vigor el 1 de enero de 2008. La principal novedad que ha introducido ha sido la reforma del sistema NRSRO. El sistema se ha pasado a denominar Nationally Recognized Statistical Rating Organization, y ha pasado de ser un sistema de registro a convertirse en un sistema de reconocimiento. Esto quiere decir que cualquier agencia que cumpla una serie de requisitos puede emitir *ratings* que sirven como *inputs* para la regulación financiera.

Los principales requisitos que se les exigen a las agencias para su registro son tres años de actividad y que faciliten a la SEC medidas que prueben el acierto y la coherencia estadística de sus *ratings* a largo, medio y corto plazo. Con estas exigencias, la SEC se asegura de que las agencias NRSRO tengan la calidad adecuada y de que las nuevas agencias, tras un pequeño periodo en el mercado, puedan ser reconocidas.

---

40 El Banco de España ha regulado el proceso de reconocimiento de ECAI mediante la Circular 3/2008 de 22 de mayo en las normas 19 y 20.

41 Para un mayor detalle del proceso de reconocimiento y de las agencias de *rating* reconocidas en España como ECAI véase <http://www.transparencia.cnmv.bde.es>.

Además de estas medidas estadísticas, las agencias NRSRO deben enviar confidencialmente a la SEC la siguiente información: la lista de sus veinte clientes más importantes, así como sus cuentas financieras, las metodologías que emplean para el cálculo de los *ratings* y las políticas que sigue la agencia para evitar conflictos de interés con los emisores. Estas informaciones garantizan a la SEC que las agencias cumplen al menos con las mínimas condiciones necesarias para que desarrollen adecuadamente su actividad. Actualmente se encuentran registradas nueve agencias bajo el nuevo sistema NRSRO.<sup>42</sup>

Las agencias deben actualizar periódicamente a la SEC las medidas que prueban estadísticamente que los *ratings* que emiten son coherentes con las quiebras que realmente se han ido observando. Si la calidad de una agencia se deteriora ostensiblemente, la Ley contempla que le sea retirada la condición de NRSRO.

Por tanto, en Estados Unidos y en Europa están en vigor diferentes opciones regulatorias que afectan a las agencias de *rating*. En el cuadro 1 se ofrecen las distintas opciones que cada uno de ellos tiene en vigor:

**Opciones regulatorias que afectan a las agencias de *rating* en Europa y Estados Unidos**

CUADRO 1

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

Fuente: Elaboración propia.

**4.3.2 Propuestas de los organismos reguladores como respuesta a la actuación de las agencias en la crisis *subprime***

Como se puso de manifiesto en la sección 3, han sido seis los factores fundamentales que explican por qué los *ratings* han adquirido un papel protagonista en la crisis *subprime* y no todos están relacionados con la actuación directa de las agencias. Algunos de estos factores (la calidad de la información con que contaban las agencias para elaborar los *ratings*, el papel que el regulador da a los *ratings* como *inputs* de

42 La lista de nueve agencias que se encuentran reconocidas por la SEC son: Moody's Investor Service, Standard and Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service, Japan Credit Rating Agency, R&I, Egan-Jones Rating Company y LACE Financial. Esta última agencia obtuvo un reconocimiento parcial, ya que uno de sus clientes representa más del 10% de su facturación.

la regulación financiera y la decisión de los inversores de medir la calidad de las inversiones sólo por sus *ratings*) van más allá de la regulación directa de las agencias. Esta crisis ha destapado algunos comportamientos, por parte de inversores y reguladores, que deben tener su debate (alguno ya lo tiene) para encontrar vías de posible mejora.

Las consultas públicas que han realizado diversos organismos: IOSCO, CESR, la SEC o la Comisión Europea, avanzaron algunas conclusiones sobre las consecuencias que la crisis *subprime* va a tener sobre la industria del *rating*.

IOSCO ha publicado las reformas que se introducirán en el Código.<sup>43</sup> La principal conclusión es que IOSCO mantiene su postura de que las agencias se autorregulen, si bien aboga por que las agencias introduzcan más transparencia. El Código pretende que las agencias informen en un lugar destacado de sus páginas web sobre sus metodologías y su propio Código de Conducta y que den información sobre el comportamiento histórico de sus *ratings*.

Esta reforma del Código incide en tres aspectos:

- En la integridad y la calidad de los procesos que las agencias siguen para la emisión de sus *ratings*.
- En la independencia y en las medidas para evitar conflictos de interés.
- En las responsabilidades que las agencias tienen con los emisores y los inversores.

El Código pretende alcanzar sus objetivos mediante la adopción por parte de las agencias de medidas concretas. Algunas de estas medidas están dedicadas a la transparencia, como puede ser la descripción pública de las metodologías que las agencias emplean. Este tipo de medidas puede ayudar a mejorar la calidad de los *ratings* y a evitar conflictos de interés, al ser más difícil para las agencias desviarse de las metodologías o al ver cómo se deteriora a largo plazo el comportamiento de sus *ratings*.

Sin embargo, otro tipo de medidas que se plantean son condiciones necesarias que las agencias deberían cumplir para emitir *ratings* de calidad. Ejemplos de estas medidas son: que las agencias se aseguren de que sus miembros tengan el conocimiento adecuado para emitir los *ratings* que se les asigne, que se aseguren de dedicar los recursos necesarios para la emisión y revisión de *ratings* o que creen una escala de *ratings* exclusiva para los productos estructurados. Sin embargo, estas medidas no garantizan por sí solas que se logre el objetivo final de que los *ratings* emitidos mejoren su calidad. En principio, no existe ningún incentivo para que las agencias las cumplan en la práctica. Una agencia sólo cambiará o aumentará su asignación de recursos o mejorará sus metodologías si con ello logra un beneficio económico o evita alguna pérdida. Es difícil pensar que por sí solas, sin la ayuda de medidas adicionales que afecten a la cuenta de resultados, las agencias vayan a adoptar realmente este tipo de medidas, al menos para el caso de los productos estructurados.

Un tema diferente son las medidas que se pretende que adopten las agencias. Se trata de la adopción de “medidas razonables” para que la información que las agencias usan para la determinación de sus *ratings* sea de la suficiente calidad. El trabajo de

---

43 El documento donde se describen los cambios que se pretenden introducir en el Código de conducta es IOSCO/NR/006/2008 y está disponible en <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS120.pdf>.

las agencias es emitir un *rating* a partir de la información que reciben. Un *rating* es simplemente una opinión sobre la solvencia y la capacidad crediticia de una emisión o emisor. El trabajo de una agencia no es auditar la información que recibe. Debería ser responsabilidad de la regulación financiera que la información que reciben las agencias sea de la suficiente calidad. Ejemplos de regulación financiera que garantizan la calidad de la información que reciben las agencias serían unas normas contables que reflejen fielmente la situación económica de una empresa o una supervisión bancaria que garantice que los datos de concesión de préstamos reflejan la situación económica del prestamista.

CESR propuso ir un paso más allá y no limitarse a la autorregulación con el Código de IOSCO como principal guía. Planteaba la creación de un organismo internacional que marcara los estándares de la industria. Sería el encargado de comprobar el grado de cumplimiento por parte de las agencias de los estándares internacionales a través de la transparencia y de la publicidad de las malas conductas y del comportamiento histórico de los *ratings* de las agencias. Con este organismo, si una agencia se desviase de los estándares propuestos sería más fácil que fuera detectada y penalizada por el mercado, lo que disminuiría sus beneficios. Parecía razonable la propuesta de creación de este organismo como método de implementación de las medidas que vienen reflejadas en el Código de Conducta de IOSCO. Sin embargo, a pesar de la posición descrita de CESR, la Comisión Europea ha expresado su intención de someter al conjunto de las agencias de *rating* a una supervisión y regulación directa mediante un Reglamento.

En noviembre la Comisión presentó su propuesta de Reglamento. Esta propuesta está siendo revisada por los Estados Miembros y tiene el horizonte de ser aprobada en el segundo trimestre de 2009. La propuesta no considera finalmente la opción de establecer un organismo internacional, sino que se basa principalmente en la adopción por parte de las agencias de medidas para asegurar la calidad de los *ratings* que emiten, para evitar conflictos de interés y para promover la transparencia de los *ratings* y sus revisiones. Adicionalmente, si los *ratings* emitidos se van a utilizar con fines de regulación, las agencias deben estar registradas en un registro oficial. Las condiciones para que una agencia se inscriba están todavía siendo discutidas, sin embargo, sí se ha propuesto que el registro de cada una de las agencias va a ser responsabilidad de las autoridades supervisoras competentes de cada Estado Miembro, o en el caso de que la agencia opere en varios países, de un colegio de supervisores de los estados en los que opere la agencia o en los que tengan influencia sus *ratings*. Este registro de las agencias para que sus *ratings* puedan ser usados en la regulación financiera no viene a sustituir al sistema ECAI, sino que es una condición necesaria para que cualquier agencia de *rating* alcance ese estatus.

La SEC también ha dado nuevos pasos hacia la introducción de medidas para mejorar la calidad de los *ratings* y el comportamiento de las agencias. Como se describió anteriormente, la SEC ya había optado por la regulación y supervisión directa de las agencias mediante la Credit Rating Agency Reform Act. Esta Ley afecta a las principales agencias de *rating*, las consideradas NRSRO, que cubren la casi totalidad del mercado. Esto no ha evitado que la crisis *subprime* haya hecho reaccionar a los reguladores, lo que ha provocado que la SEC proponga medidas adicionales a las ya

aprobadas en la reciente Ley.<sup>44</sup> Las medidas propuestas son muy parecidas y persiguen los objetivos que aparecen en el documento de CESR: prevenir conflictos de interés, aplicar condiciones necesarias a las agencias para intentar que su calidad sea alta y medidas para un aumento de la transparencia en la actuación de las agencias.

#### **4.3.3 Análisis de las propuestas de regulación de las agencias de *rating* y de la regulación basada en *ratings***

Una de las razones por la que el mecanismo de la reputación no funciona como es deseable con las agencias es que parte de la regulación financiera está basada en *ratings*. Esto hace que sea necesaria la intervención de la regulación pública para lograr que mejore el comportamiento de las agencias y conseguir así un mejor resultado para el bienestar general. En una industria como la de las agencias de *rating*, donde están presentes dos fallos de mercado, competencia imperfecta e información incompleta, su regulación debería atender de manera conjunta a la corrección de ambos.

Dada la gran internacionalización e integración de los mercados de deuda, parecería aconsejable, como se propone en Restoy (2008), la creación de un organismo supranacional para la regulación de los *ratings*. Este organismo tendría dos funciones básicas: la primera de ellas consistiría en establecer la regulación básica que las agencias deberían acatar en materia de transparencia, calidad de los *ratings* y conflictos de interés. La segunda función de este organismo sería dar publicidad a la actuación de las agencias mediante la publicación periódica de tablas estadísticas donde se describiera el comportamiento de los *ratings* de las agencias a corto, medio y largo plazo. Esto daría al mercado una medida transparente de la calidad de los *ratings* de las distintas agencias. Además, el organismo daría información sobre el grado de cumplimiento de las agencias en cuanto a las normas de comportamiento que previenen conflictos de interés. La actuación de este organismo haría que la disciplina de mercado actuara de manera más eficiente en esta industria. Sería conveniente que la primera de las funciones, la creación de normas básicas para el sector, la llevara a cabo un Comité donde tuvieran representación tanto emisores como inversores, así como representantes de las propias agencias y reguladores.

La creación de un organismo internacional de este tipo no quiere decir que deban desaparecer los sistemas que cada país tiene para asegurarse de que los *ratings* que se usan en la regulación financiera mantengan un estándar alto de calidad. En la actualidad conviven dos sistemas: el nuevo sistema NRSRO de Estados Unidos y el sistema ECAI en Europa. El sistema NRSRO es un sistema de reconocimiento en que cualquier agencia con más de tres años en el mercado y que cumpla una serie de requisitos mínimos se puede inscribir. En cambio, el sistema ECAI es un sistema de registro más opaco, que se basa principalmente en registrar a las agencias que cuentan en cada momento con una gran cuota de mercado. Sería conveniente que el sistema ECAI se convirtiera en un sistema de reconocimiento con unas características parecidas a las del nuevo sistema NRSRO.

---

44 Se pueden consultar en detalle las diversas medidas que se propone adoptar en la nota de prensa "SEC Proposes Comprehensive Reforms to Bring Increased Transparency to Credit Rating Process". El documento se encuentra disponible en <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm>.

En contraposición a la idea de la creación del organismo internacional, la Comisión Europea prefiere una regulación propia mediante un sistema de registro de agencias para la Unión Europea. En el proyecto de Reglamento, la Comisión Europea presenta una regulación muy detallada. Se aleja de la máxima de que la regulación debe dictar los principios básicos que deben regir una industria y que conviene evitar la regulación directa y detallada de una industria. La regulación suele traer distorsiones a la industria que, en muchos casos, conllevan un empeoramiento del bienestar. En particular, el hecho de que las metodologías deban ser revisadas y autorizadas previamente por la autoridad competente puede ser contraproducente, al desincentivar a las agencias en la creación de nuevas y mejores metodologías.

Parece más razonable intentar reforzar los mecanismos de mercado de la industria mediante el organismo internacional y la reforma del sistema ECAI. Sólo una vez estas medidas demostraran que no son eficaces sería conveniente pensar en una regulación y supervisión directas. En cualquier caso, si se optara por una regulación, esta no debería influir directamente en las metodologías que usan las industrias. Ese tipo de regulación haría más homogéneas las metodologías y reduciría drásticamente su calidad a largo plazo.

El antiguo sistema NRSRO demostró que los sistemas de registro pueden ser una importante barrera de entrada a la industria. Esto, en una industria que se puede calificar como de oligopolio natural, tiene graves consecuencias a largo plazo. Una de las posibles razones por las que no se han desarrollado metodologías adecuadas para la evaluación de los productos estructurados, y que ha causado tan graves problemas, podría haber sido la falta de competencia entre las agencias. En este sentido, McNamara y Vaalar (2000) argumentan que los entrantes en este tipo de industria tienden a aumentar la competencia y con ella la calidad de los *ratings*, además de prevenir abusos de posición de dominio.

El nuevo sistema NRSRO tiene otro punto fuerte en que condiciona la continuidad de una agencia en el registro a que el comportamiento estadístico de sus *ratings* no se desvíe en exceso del comportamiento de la industria. Con esta medida, la SEC asegura que los *ratings* que se usan en la regulación tengan una calidad adecuada. El sistema ECAI contempla esta medida de una manera menos formal. En la Directiva que respalda el sistema ECAI se otorga a las autoridades financieras competentes sobre la supervisión bancaria el control de la calidad de los *ratings* de las agencias a través de su comportamiento estadístico. Sin embargo, de manera explícita no se contempla que los supervisores puedan retirar la condición de ECAI a una agencia si el comportamiento de sus *ratings* no tiene la calidad mínima deseable. Sería conveniente que en el sistema ECAI si la calidad de los *ratings* de una agencia, medida por su comportamiento estadístico, no fuera la deseada, dicha agencia perdiera la condición de ECAI. Esta situación, sin embargo, no se contempla en la nueva Regulación de la Comisión Europea.

La pérdida de la condición de ECAI o NRSRO si su calidad se resiente tiene importantes consecuencias para los incentivos que las agencias tienen a la hora de elaborar sus *ratings*. Esta medida, unida a la transparencia sobre la calidad de los *ratings* que otorgaría el organismo internacional, haría que se logaran los mismos objetivos que se quieren imponer mediante regulación. La idea detrás de algunas propuestas recientes de regulación, como la de pedir responsabilidades civiles a las agencias si sus *ratings* se demuestran a posteriori desacertados, o que ellas deban velar por que la

información que se les suministra sea veraz, conlleva que las agencias podrían tener problemas de riesgo moral. El mejor método para corregir los problemas de riesgo moral es vincular de la manera más fuerte posible los beneficios de las agencias a la calidad final de sus *ratings*.

Una de las medidas que más se han debatido desde el inicio de la crisis *subprime* es si es conveniente que las agencias cambien la forma en que expresan sus *ratings*. Se ha comprobado que expresar con una misma escala los *ratings* de productos tan diferentes como un bono corporativo o uno estructurado podría no dar la suficiente información a los inversores.<sup>45</sup> Al usar una escala, un número elevado de inversores asimilaron que los bonos que tenían el mismo *rating* compartían características similares en cuanto a liquidez o volatilidad en su *rating*. Se han propuesto dos alternativas para completar la escala que cada agencia utiliza. La primera consiste, bien en añadir nuevos parámetros como la volatilidad de los *ratings* de esos productos, bien en añadir otra escala que mida la liquidez del producto. La segunda alternativa consiste en crear una escala que se usaría exclusivamente para los productos estructurados y mantener la tradicional para el resto de productos.

La primera de las soluciones no parece una buena idea a día de hoy. Como se comprueba en el gráfico 3, los cambios en los *ratings* de las emisiones RMBS en Estados Unidos sufren una volatilidad extrema.<sup>46</sup> Hoy no se puede concluir si esa es la verdadera volatilidad que debe tener ese tipo de productos o simplemente se explica porque la información de base con la que se contaba para elaborar esos *ratings* no reflejaba fielmente la solvencia de los prestamistas de las hipotecas. Para que tenga sentido añadir más información a la escala tradicional, primero se deberían tomar medidas para solucionar problemas como la calidad de la información con que cuentan las agencias para elaborar sus *ratings*. Parece más acertada la adopción de una escala diferente para los productos que cuentan con unas características diferentes a los que ya existen en el mercado. Las razones a favor de esta medida son dos: una escala diferente señalaría a los inversores que las características de ese producto no se tienen por qué parecer a las de los productos ya existentes en el mercado y las agencias tradicionales no disfrutarían de una posición tan privilegiada en los productos donde se use la nueva escala. El hecho de que se use la misma escala para todos los productos hace que sea fácil para las agencias que dominan los mercados de productos tradicionales trasladar su reputación hacia los nuevos productos. Con una escala diferente, la entrada de nuevas agencias se haría más probable, lo que provocaría una mayor competencia entre las agencias y con ella unas metodologías más fiables. Esto ayudaría a mejorar uno de los mayores problemas que surgieron con los *ratings* de los productos estructurados, el uso por parte de las agencias de metodologías poco desarrolladas y precisas. La propuesta de Reglamento europeo señala que los *ratings* de los productos estructurados deben diferenciarse de los demás *ratings*, aunque no señala el método para ello.

Como se ha expuesto antes, la regulación basada en *ratings* es uno de los instrumentos que debilitan el mecanismo de la reputación. En ausencia de este tipo de regulación, la industria tendría incentivos para funcionar de una manera más próxima al interés público. Según ISDA (Internacional Swaps and Derivatives Association) el

---

45 Las escalas de las diferentes agencias de *rating* aparecen en el apéndice I.

46 RMBS es el acrónimo de *Residencial Mortgage Backed Securities*.

valor notional de los contratos de CDS vivos a finales de 2007 fue de 62,2 billones de dólares. Los derivados de crédito deberían ser los candidatos ideales a sustituir en la regulación a los *ratings* como medida de la solvencia de emisores y emisiones, así como para el cálculo de los riesgos de crédito que tienen los inversores en cartera, si bien esta sustitución sólo se debería dar cuando la profundidad del instrumento fuera suficiente para garantizar la calidad de sus precios.

La crisis *subprime* ha puesto también de manifiesto varios retos para las autoridades financieras en los que los *ratings* tienen un gran protagonismo. Uno de estos retos es el lugar que deben ocupar dentro de la regulación los nuevos productos de deuda. Estos productos se diseñan en muchas ocasiones con el objetivo de que inversores y/o emisores obtengan alguna ventaja regulatoria, como podría ser, por ejemplo, un menor consumo de capital regulatorio para los inversores. Los productos estructurados tienen un alto componente de arbitraje regulatorio, siendo los *ratings* el instrumento utilizado para que se lleve a cabo dicho arbitraje. De otro modo no se entendería el lanzamiento de productos como los CPDO. Este producto salió al mercado a finales del 2006 y consiste básicamente en un fondo cuyo activo sigue una estrategia de inversión por la que parte del capital se invierte en bonos AAA y la otra parte se invierte de manera apalancada (hasta quince veces) en el índice i-traxx y cuyo pasivo son bonos que pagan euribor+200 y que fueron calificados como AAA. Este producto tuvo éxito debido a que permitía a diversos tipos de inversores obtener ventajas de tipo regulatorio. Las entidades de crédito pudieron invertir en bonos con una rentabilidad de bonos BBB y en los que el consumo de capital era el de su calificación, AAA. A las IIC, que por folleto sólo podían invertir en bonos AAA, les permitió invertir en bonos cuyas rentabilidades y riesgos eran muy superiores a los de los otros bonos AAA.

Este fenómeno invita a las autoridades financieras a reflexionar sobre si los nuevos productos de deuda deberían tener el mismo trato regulatorio que los que cuentan ya con una larga historia en el mercado. Una posible solución sería endurecer el trato regulatorio de los nuevos productos para evitar arbitrajes regulatorios. Sin embargo, también habría que tener en cuenta que esta medida podría tener un efecto negativo sobre la innovación financiera, al estar penalizados los nuevos productos. Los reguladores deberían plantearse la posibilidad de equilibrar estos dos efectos para lograr menos innovación financiera pero más acorde con el bienestar general.

Como se ha comentado anteriormente, los *ratings* han sido considerados por muchos inversores como la variable clave a la hora de medir la calidad de una inversión. No sólo en cuanto a su riesgo de crédito, sino en otros aspectos como puede ser la liquidez. Este comportamiento de los inversores es especialmente relevante en el caso de las gestoras de IIC o fondos de pensiones. Este tipo de inversores institucionales que representan a inversores minoristas debería haber llevado a cabo procesos de *due-diligence* de sus inversiones más completos, que reflejaran los riesgos que llevaban involucrados esas inversiones. Este comportamiento denota la necesidad de que las autoridades financieras estudien medidas que empujen a que este tipo de inversores hagan unas *due-diligence* más completas para que los inversores minoristas no se vean afectados.



## 5 Conclusiones

Si bien la labor de las agencias de *rating* no se cuestiona en la mayoría de los segmentos de deuda, la crisis *subprime* ha cuestionado su actuación en la calificación que otorgaron a los productos estructurados. El radical cambio de *rating* que han experimentado muchos productos estructurados desde que fueron emitidos no tiene precedentes.

Las causas por las que los *ratings* de las agencias han tenido un papel tan alejado de lo deseable en este caso son diversas. Entre ellas cabe destacar:

- La propia regulación que ha afectado a las agencias de *rating*.
- La complejidad que estos productos entrañan en cuanto a la implementación de modelos matemáticos fiables para su valoración y para la medición de los riesgos que llevan aparejados.
- La calidad de la información con que contaban las agencias para emitir los *ratings* de estos productos.
- El posible conflicto de interés entre agencias y emisores, que ha traído como consecuencia unos *ratings* excesivamente elevados.
- El excesivo protagonismo que los inversores de estos productos han dado a los *ratings* como indicador de la calidad de sus inversiones.
- El papel de los *ratings* de estos productos en la regulación.

En muchos casos cabe distinguir la responsabilidad de las agencias de *rating*, pero también el comportamiento de otros agentes (inversores, emisores y reguladores), ha contribuido a que los *ratings* no hayan reflejado debidamente el riesgo de crédito de estos productos.

Se han dado las circunstancias necesarias para que las agencias asignaran *ratings* superiores a los que deberían a este tipo de productos. El mercado de los productos estructurados está dominado por pocos jugadores, a la vez que supone un fuerte porcentaje de los ingresos de las agencias, en torno al 40-50%. Por ello, el poder de los emisores sobre las agencias es mayor en este segmento del mercado de deuda y el conflicto de interés mucho más probable.

También ha jugado un papel importante en el comportamiento de los *ratings* de los productos estructurados la complejidad de las metodologías empleadas para su cálculo. El hecho de que las agencias fueran conscientes de que sus metodologías daban resultados muy dependientes del modelo usado influyó a la hora de asignar los

*ratings* a los bonos de las estructuras. Como se demuestra en Mariano (2006), cuando las agencias determinan sus *ratings* mediante metodologías que no ofrecen garantías de calidad, existen incentivos a que todas asignen el mismo *rating* al emisor o a la emisión. Además, el *rating* será mayor del que en realidad le correspondería según la información de que disponen. Al no fiarse de su propio *rating*, las agencias tratan de no desviarse de lo que hacen sus rivales para no ver comprometida su reputación en el caso de fallar.

El comportamiento que han tenido las agencias viene determinado en gran parte por su regulaciones. Los sistemas de registro, como el antiguo NRSRO, han hecho que las barreras a la entrada para las nuevas agencias sean aún mayores de las que ya naturalmente existen en esta industria. Estos sistemas han acabado reduciendo la industria a un oligopolio de tres agencias. La falta de competencia puede ser una de las razones para explicar la carencia de unas metodologías fiables para los productos estructurados, al no tener las agencias incentivos para innovar.

Otra razón fundamental por la que los *ratings* no han reflejado el riesgo de los productos estructurados, sobre todo en los países anglosajones, se encuentra en la calidad de la información que usan las agencias para determinar los *ratings*. En el caso de estos productos, la materia prima fundamental es la información sobre la calidad crediticia de los prestamistas de las hipotecas que se usan como subyacente de los bonos. Las agencias pueden haber sobrevalorado la solvencia de las entidades crediticias y otorgar a los bonos que han emitido unas calificaciones por encima de las que en realidad les correspondían debido a la escasa calidad de la información sobre los prestatarios y los procesos de concesión de crédito.

Por último, los *ratings* han alcanzado una dimensión en el mercado de los productos estructurados mayor de la que tienen en otro tipo de mercados, y han sido un instrumento clave en su éxito. Una gran parte de los inversores en productos estructurados ha tomado a los *ratings* como fundamentos estadísticos suficientes de la calidad de estos productos, por lo que han basado en ellos sus decisiones de inversión. No han realizado un análisis de *due-diligence* o de otro tipo de los riesgos que llevaba aparejados este tipo de productos complejos. Por otro lado, estos productos tienen la característica especial de que su emisor puede decidir los perfiles de riesgo que tienen los bonos.

Como se ha descrito, los reguladores juegan un papel destacado en esta industria. Determinan en gran medida el correcto funcionamiento de las agencias de *rating* y, con ello, la calidad final de los *ratings*. Los problemas que ha acarreado la irrupción de los productos estructurados obliga a diseñar nuevas soluciones regulatorias que ayuden a mejorar su calidad.

El hecho de que los *ratings* se usen como *input* en la regulación financiera ha provocado que se vean sometidos a la regulación pública, a través de los sistemas de elección de las agencias de los que provienen. Sin embargo, la regulación no ha prestado especial atención al hecho de que el número de agencias que emiten *ratings* es muy reducido. Sería conveniente que cualquier nueva regulación sobre las agencias de *rating* tuviera en cuenta de manera explícita sus efectos sobre la competencia en la industria.

Dado que los mercados financieros son cada vez más internacionales, parece aconsejable la creación de un organismo internacional. Este organismo tendría dos funciones principales: la primera sería establecer las pautas básicas a seguir por las agencias en materia de transparencia, calidad de los *ratings* y conflictos de interés. En la elaboración de estas pautas deberían intervenir todos los agentes a los que afecta la emisión de *ratings*: emisores, inversores, reguladores y las propias agencias de *rating*. La segunda función sería dar publicidad a la calidad de los *ratings* de las distintas agencias mediante la publicación periódica de tablas estadísticas donde se describiera el comportamiento de los *ratings* a corto, medio y largo plazo. Esta segunda función haría que la disciplina de mercado actuara de manera más eficiente sobre las agencias.

Este organismo internacional no supondría la desaparición de las regulaciones nacionales, en concreto, los sistemas NRSRO y ECAI. El sistema NRSRO que actualmente está en vigor en Estados Unidos tiene dos propiedades que lo hacen superior al sistema ECAI. Es un sistema de designación, lo que significa que cualquier agencia con tres años en el mercado se puede inscribir como agencia NRSRO y hace que el sistema no suponga una barrera de entrada añadida a las ya existentes. Al mismo tiempo, la SEC mide mediante tablas estadísticas el comportamiento de los *ratings* de las agencias NRSRO. Si se demuestra que una agencia tiene unos *ratings* de baja calidad pierde la condición de NRSRO. Vinculando la condición de NRSRO a la calidad de los *ratings* de las agencias se proporcionan incentivos correctos para que estas emitan ratios de la máxima calidad.

En contraposición con la propuesta descrita, la Comisión Europea ha presentado una propuesta de Reglamento donde se somete al conjunto de agencias de *rating* a una regulación y supervisión directa y detallada. La regulación se basa en la imposición de criterios sobre las agencias para asegurar que cuentan con capacidad y medios adecuados para llevar a cabo su actividad, así como sobre la transparencia de los *ratings*, de sus revisiones y de las revisiones de sus criterios y metodologías. El proyecto incluye la obligación de registro de las agencias cuyos *ratings* sean utilizados con propósitos regulatorios y la posibilidad de ser dadas de baja del registro si dejan de cumplir los requisitos establecidos en el Reglamento.

Una de las medidas que más se ha discutido es si se debería ampliar la escala tradicional de *ratings*. Esta es la medida por la que aboga la nueva propuesta regulatoria de la Comisión Europea. La ampliación se puede hacer bien incorporando a la escala medidas como la volatilidad de los *ratings*, o bien usando una escala diferente para los nuevos productos que surjan. Parece más acertado optar por la segunda de las soluciones. Se lograría señalar a los inversores que las características de ese producto pueden ser distintas de las de otros productos existentes en el mercado y las agencias tradicionales no disfrutarían de una posición privilegiada en los nuevos segmentos del mercado. Esta última consecuencia fomentaría la entrada de nuevas agencias en este segmento, lo que aumentaría la competencia y, a largo plazo, mejorarían las metodologías para medir el riesgo de crédito de estos productos.

La regulación basada en *ratings* es uno de los sistemas que debilita el mecanismo de la reputación. Dada la proliferación de instrumentos de mercado, como los CDS, que miden el riesgo de crédito de emisores y emisiones, se debería plantear sustituir paulatinamente (a medida que aumenten el número y el volumen emitido de estos instrumentos) la regulación basada en *ratings* por una regulación basada en deriva-

dos de crédito. Este cambio tendría como consecuencia una mejora en la calidad de los *ratings* de las agencias. Sin embargo, parece que esta opción es demasiado innovadora y no está siendo considerada por las alternativas de regulación existentes.

Fuera de la regulación que afecta directamente a las agencias de *rating*, el protagonismo de los *ratings* en la crisis *subprime* ha puesto de manifiesto problemas en los mercados financieros que deberían también recibir la atención de los reguladores. Entre ellos los principales son:

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

## 6 Bibliografía

- AMF (2007). "AMF 2007 Report on Rating Agencies".
- BIS (2008). "Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?".
- Boom, A. (2001). "A Monopolistic Credit Rating Agency", Universidad Libre de Berlín, Working Paper.
- Cantor, R. (1994). "The Credit Rating Industry", Federal Reserve Bank of New York - Quarterly Review.
- Cantwell, J. (1998). "Managing Credit Ratings and Rating Agency Relationships", Treasury Management Association Journal, vol. November/December, pp. 1-22.
- CEBS (2006). "Guidelines on the Recognition of External Credit Assessment Institutions".
- CESR (2008). "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance".
- Champsaur, A. (2005). "The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals", Harvard Law School, Working Paper.
- Chemmanur, T.J. y Fulghieri, P. (1994). "Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation", Journal of Finance, vol. XIX, pp. 57-79.
- Dittrich, F. (2007). "The Credit Rating Industry: Competition and Regulation", Universidad de Colonia, Tesis Doctoral.
- Fisch, J. (2004). "Rating the Raters", Davis Business Law Journal, vol. 5.
- Fitch (2007). "Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean".
- Hill, C. A. (2004). "Regulating the Rating Agencies", Washington University Law Quarterly, vol. 82, pp. 42-95.
- Horner, J. (2002). "Reputation and Competition", American Economic Review, vol. 92, pp. 644-663.
- IOSCO. (2004). "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies".
- Lee, H. (2007). "Competition in the Credit Rating Industry", Universidad Nacional de Seúl, Working Paper.

- Losada, R. (2006). "Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero", CNMV, Monografía nº 14.
- Mariano, B. (2007). "A Model of the Ratings Industry", Universidad Carlos III de Madrid, Working Paper.
- McNamara, G. y Vaaler, P. M. (2004). "Crisis and Competition in Expert Organizational Decision Making", *Organization Science*, vol. 15, pp. 687-703.
- Restoy, F. (2008). "The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors", CNMV, Monografía nº 31.
- SEC (2008). "Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies".
- Shapiro, C. (1983). "Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, pp. 659-679.
- Shapiro, C. (1986). "Investment, Moral Hazard and Occupational Licensing", *Review of Economic Studies*, vol. 53, pp. 843-862.
- Smith, R. C. y Walter, I. (2001). "Rating Agencies: Is There an Agency Issue?", Stern School of Business, Universidad de Nueva York, Working Paper.
- Standard and Poor's (2007). "2007 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions".

# Apéndice I Escalas de *ratings* de las principales agencias

Calificaciones crediticias a largo plazo de las principales agencias

CUADRO 2

Standard and Poor's	Moody's	Fitch	
AAA	Aaa	AAA	Grado de Inversión
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Grado Especulativo
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa1	CCC+	
CCC	Caa2	CCC	
CCC-	Caa3	CCC-	
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D (quiebra)	D (quiebra)	D <sup>1</sup> (quiebra)	

Fuente: Reuters

1. Fitch utiliza varias subescalas para calificar el grado de quiebra: DDD, DD y D. DDD indica la probabilidad más alta de recuperación, más del 90% de la deuda pendiente; DD indica una probabilidad de recuperación de entre el 50% y el 90%; y D indica una probabilidad de recuperación de menos del 50%.

Calificaciones crediticias a corto plazo de las principales agencias

CUADRO 3

Standard and Pooors	Moody's	Fitch	
A1+		F1+	Grado de Inversión
A1	P1	F1	
A2	P2	F2	
A3	P3	F3	Grado Especulativo
B	No califica	B	
C		C	
D (quiebra)	D (quiebra)	D (quiebra)	

Fuente: Reuters



## Apéndice II Modelos de la industria de calificación crediticia

### II.1 Modelo que describe los efectos del mecanismo de la reputación en la industria de las agencias de *rating*

El modelo que se describe a continuación está basado en Shapiro (1983). Se trata de un modelo dinámico donde la reputación es uno de los activos con lo que cuenta la empresa. Se supone que las agencias desarrollan su actividad durante  $T$  periodos.<sup>47</sup> Al inicio de cada uno de los periodos, los emisores deciden si piden un *rating* a alguna de las agencias que se encuentran en el mercado. El tipo de interés durante cada uno de los periodos es  $r$ , constante para los  $T$  periodos.

Se supone que la industria tiene un número dado de agencias, todas iguales. La modelización de la reputación se hace a través de un parámetro que mide la calidad de cada agencia,  $q$ . Los emisores no pueden observar la calidad de los *ratings* que las agencias de calificación emiten en ese periodo. Sin embargo, sí pueden comprobar la calidad de los *ratings* que las agencias de calificación emitieron en el periodo anterior: esto es lo que se denominará reputación. Para medir la calidad de los *ratings* que las agencias han emitido, los emisores pueden comprobar si ha habido un número mayor de quiebras en cada una de las categorías de *rating* de los que debería haber habido conforme a la definición de cada categoría de *rating*. Si el número de quiebras se ajusta a su número teórico, entonces se considera que los *ratings* de esa agencia son de alta calidad.

Se asume que existe un nivel de reputación mínima,  $q_0$ , y que ninguna agencia de calificación emite *ratings* por debajo de esa calidad. Este nivel de reputación mínima se puede verificar por parte de los emisores comprobando los medios materiales y humanos con que cuenta la agencia, es decir, si los *inputs* con los que cuenta son los necesarios para poder emitir *ratings* que aporten información al mercado. Como alternativa o complemento, se puede argumentar que este nivel mínimo de calidad está asegurado, ya que se puede medir mediante variables de mercado de la emisión, como los precios a los que cotiza, comprobando si los precios de una emisión a la que se le haya asignado un determinado *rating* están en línea con los de otras emisiones comparables.<sup>48</sup>

---

47 Se puede interpretar  $T$  como el tiempo en que una emisión se encuentra viva.

48 Si dos emisiones se encuentran en el mismo rango de precios de mercado, nos puede dar una idea de que las agencias de *rating* han podido otorgar un *rating* con un mínimo de calidad. Sin embargo, los precios de mercado no son un buen espejo donde medir con precisión el riesgo de crédito de una emisión, debido a que en ese precio están recogidos otros riesgos tan importantes como la liquidez.

Cada una de las agencias presentes en el mercado emite un número fijo de *ratings*. Para simplificar el modelo, esta cantidad se normaliza a la unidad. Como resultado de este último supuesto, la función de costes que tienen que asumir las agencias para dar *ratings* de calidad  $q_i$  es  $c(q_i) = c_i$ , donde  $c_i$  es una función no decreciente y convexa. El índice  $i$  cubre toda la gama de calidades a las que tiene acceso la agencia de *rating* a la hora de calificar el riesgo de crédito de los emisores. También se asume que todas las agencias tienen acceso a la misma tecnología. En un momento dado del tiempo  $t$ , cada agencia tiene una demanda inelástica que depende de su nivel de reputación,  $R_t$ . Así, el precio que la agencia puede cargar por sus *ratings* es  $p(R_t)$  y la reputación es la calidad que esperan los consumidores de los *ratings* de la agencia.

En cuanto a la estructura de la información en esta industria, se asume que los emisores pueden compartir entre ellos información *ex-post* sobre la calidad de los *ratings* sin coste para ellos. En este contexto, las agencias que opten por emitir *ratings* con una calidad más baja que en los periodos anteriores serán penalizadas a través del descenso de la disposición a pagar de los emisores en el futuro por los *ratings* de esa agencia. Por todo esto, se asume que:

$$R_t = q_{t-1}$$

La demanda del mercado está compuesta por un gran número de emisores con preferencias heterogéneas. Los emisores se diferencian en su disposición a pagar y en su gusto por la calidad. En equilibrio se satisfarán dos condiciones:

- a. Cada emisor, conociendo  $p_i$ , elige la combinación precio-calidad que mejor se ajusta a sus preferencias.
- b. A todos los niveles de calidad el mercado se encuentra en equilibrio. Cualquier combinación precio-calidad no demandada por los emisores no será ofrecida por las agencias de *rating*.

En este modelo, el esquema de equilibrio precio-calidad se deriva de que se cumplan dos condiciones por parte de las agencias de *rating*:

- c. Las agencias que tienen una reputación  $R$  deben encontrar más beneficioso emitir *ratings* con una calidad  $q = R$  que desviarse y emitir *ratings* con una calidad menor.
- d. Durante el periodo  $t$ , no entran nuevas agencias de *rating* en el mercado.

Los mercados que cumplen las condiciones (a), (b), (c) y (d) se encuentran en lo que en Shapiro (1983) se define como equilibrio reputacional. Para que la condición (c) se pueda sostener, se deben hallar las condiciones bajo las cuales las agencias de *rating* no tienen incentivos a ofrecer niveles de calidad más bajos de los que esperan los emisores.

En cualquiera de los periodos  $t$ , una agencia con reputación  $R = q_i > q_0$  podría decidir emitir *ratings* con la calidad mínima,  $q_0$ , lo que le supondría un beneficio para ese periodo de  $p_i - c_0$ . En los siguientes periodos, la agencia bien saldrá del mercado o bien continuará emitiendo *ratings* de la más baja calidad y obteniendo beneficio

cero. Alternativamente la agencia puede mantener la calidad con que emite sus *ratings*, generando un flujo constante de beneficios por periodo de  $p_i - c_i$ . Esta última alternativa significa un beneficio acumulado a valor presente de:

$$\frac{(1+r)}{r} (p_i - c_i).$$

Para que una agencia no tenga incentivos a bajar la calidad con que emite sus *ratings* se debe dar la siguiente condición:

$$\frac{1+r}{r} (p_i - c_i) \geq p_i - c_0,$$

o lo que es lo mismo, para que una agencia de *rating* no baje la calidad de sus *ratings*, el valor presente descontado de los flujos futuros debidos a la reputación que la empresa tenga en el mercado debe ser mayor o igual que las rentas que obtendría por bajar la calidad de sus *ratings*. Si se opera en la ecuación, se obtiene:

$$p_i \geq c_i + r (c_i - c_0).$$

Esta ecuación pone una cota inferior al precio de equilibrio que pueden cargar las agencias que tienen un grado de reputación superior a  $q_0$ . La condición de no entrada para las nuevas agencias en la industria pondrá un límite superior al precio que las agencias de *rating* pueden cargar a los emisores.

Si una nueva agencia decidiera entrar en la industria, lo haría sólo si esperara que en el futuro podría generar beneficios que compensaran sus pérdidas en la entrada. En el primer periodo, dicha agencia sólo puede vender su producto a un precio  $p_e = p_0$ , ya que los emisores la considerarán de calidad mínima, al no tener referencias del pasado sobre su calidad. Una vez superado el primer periodo, la nueva agencia podrá vender su producto el resto de periodos con un beneficio de  $(p_i - c_i)$ .

Si las agencias que operan en el mercado quieren prevenir la futura entrada de nuevas agencias, tendrán que cargar un precio por periodo a sus *ratings* que no haga atractiva la entrada:

$$p_e - c_i + \frac{1}{r}(p_i - c_i) \leq 0.$$

Si se reescribe la ecuación logramos la condición de no entrada a nuevas agencias en términos del precio que cargan las que operan actualmente en el mercado:

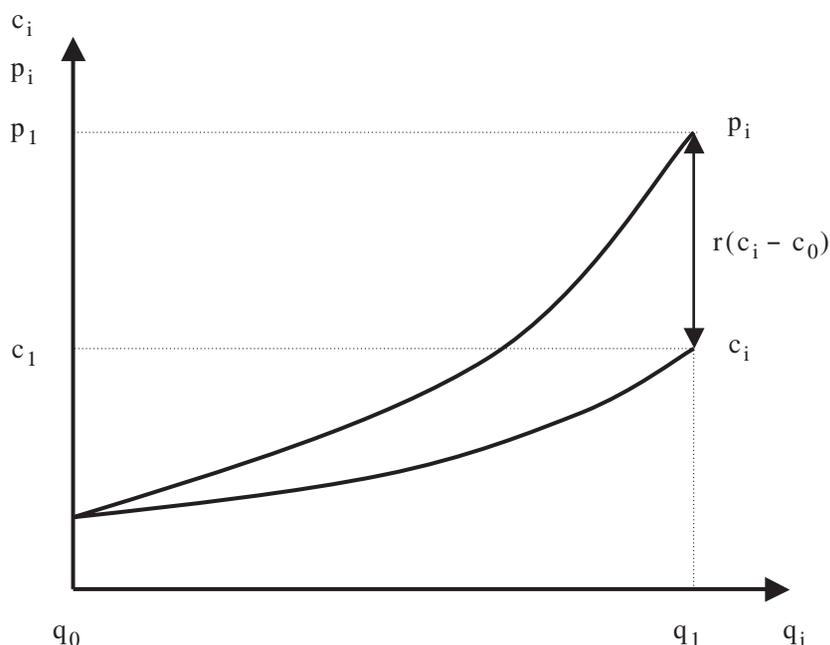
$$p_i \leq c_i + r(c_i - p_e) = c_i + r(c_i - c_0).$$

De la condición de no entrada y de la condición que hace que las agencias no tengan incentivos a bajar la calidad con que emiten sus *ratings* tenemos el precio de equilibrio para este mercado:

$$p_i = c_i + r(c_i - c_0).$$

Los *ratings* se venden a los emisores a un precio que tiene un margen sobre su coste de  $r(c_i - c_0)$  (ver gráfico que aparece a continuación). Este margen indica lo que los emisores pagan por la reputación que mantienen las agencias de *rating*.

Este es el modelo más simple para explicar los mecanismos que rigen una industria en la que la reputación es el mayor activo de que disponen las agencias:



En este modelo se ha mostrado cómo las agencias que están emitiendo *ratings* son agencias con rentabilidades elevadas, gracias al margen  $r(c_i - c_0)$ , y que la entrada para nuevos competidores está restringida.

Este modelo permite extensiones que incorporan elementos que hacen al modelo más cercano a la realidad. Por ejemplo, se pueden incorporar sin que cambien los resultados básicos los siguientes elementos:

- Costes fijos para las nuevas agencias que pretenden entrar en el mercado.
- Costes de engaño. Si la agencia quiere llevar a cabo la estrategia de bajar la calidad, esta no puede ser detectada hasta el final del periodo; mantener esta estrategia supone costes para la agencia.
- Costes de cambio. A igualdad de calidad en los *ratings* de las agencias, los emisores tienen tendencia a contratar con las empresas que son más conocidas o que llevan en el mercado más tiempo. Esto no hace sino reforzar la posición en el mercado de las agencias de *rating* que están operando respecto a las nuevas agencias que pretendan entrar en el mercado.

Una cuarta extensión del modelo es la que se dedica a ver los efectos que tiene sobre la industria de las agencias de *rating* la creciente importancia que se otorga a los *ratings* como instrumento que se utiliza para el cumplimiento de la regulación financiera. Entre estas regulaciones, se pueden citar la de cálculo del capital mínimo regulatorio, en el caso de entidades de crédito, o una regulación más laxa en el caso

de emisores que tengan un *rating* igual o superior que el designado por el regulador para este fin. Dada la importancia para la industria de las agencias de *rating* que está teniendo la regulación basada en *ratings* en los últimos años, esta extensión del modelo anterior se estudia en profundidad en la siguiente subsección.

## II.2 Modelo que describe los efectos del uso regulatorio de los *ratings* sobre la industria de las agencias de *rating*

El otro elemento que domina la demanda de *ratings* por parte de los emisores es la regulación financiera basada en *ratings*. Los emisores tienen incentivos a que sus emisiones posean *ratings*, ya que ayudan a muchos de sus potenciales inversores a cumplir con la regulación que en su caso se les aplique. Por ejemplo, las IIC pueden invertir sólo en bonos que superen un determinado *rating* y muchas entidades de crédito pequeñas y medianas calculan su capital mínimo regulatorio basándose en los *ratings* de sus activos.

Este modelo es una extensión del presentado en la subsección anterior. En este caso se necesita clarificar en mayor medida cómo la demanda de *ratings* depende de su calidad. Los emisores deciden que su emisión tenga *rating* dependiendo del precio y la calidad que les ofrezcan las agencias de *rating*.

Partiendo del modelo anterior, los inversores que deciden pagar por un *rating* estarán dispuestos a pagar un precio que se sitúa entre los precios  $p_i^h$  y  $p_i$ , donde  $p_i^h$  es el precio a partir del cual las agencias de *rating* no se desvían y siempre ofrecen una calidad superior a la calidad mínima. Por otra parte  $p_i$  es el precio a partir del cual nuevas agencias de *rating* entran en la industria. En el modelo anterior ambos precios coincidían y eso nos permitía obtener un precio de equilibrio único para este mercado. Sin embargo, si introducimos nuevos supuestos como los descritos al final de la subsección 9.1, el resultado es que el precio de equilibrio de la industria se encontrará en el intervalo  $[p_i, p_i^h]$ .

Existe una curva de demanda para cada nivel de calidad. Para este modelo es importante que se modelice la disposición de los emisores a pagar por los *ratings* de una determinada calidad  $q_i$ ; a esta disposición a pagar de los emisores se la denomina  $v_i$ . Esta función  $v_i$  sólo es positiva en el dominio  $q_i > q_0$ . Se supone que ningún emisor está dispuesto a pagar por un *rating* que da una información ya disponible en el mercado. Además, las preferencias hacen que los emisores quieran comprar *ratings* de alta calidad.<sup>49</sup> Estas dos características de las preferencias de los demandantes de *ratings* hacen que sea siempre creciente, a la vez que convexa hasta llegar a un cierto punto de inflexión, a partir del cual se convierte en cóncava (ver gráfico que aparece a continuación).

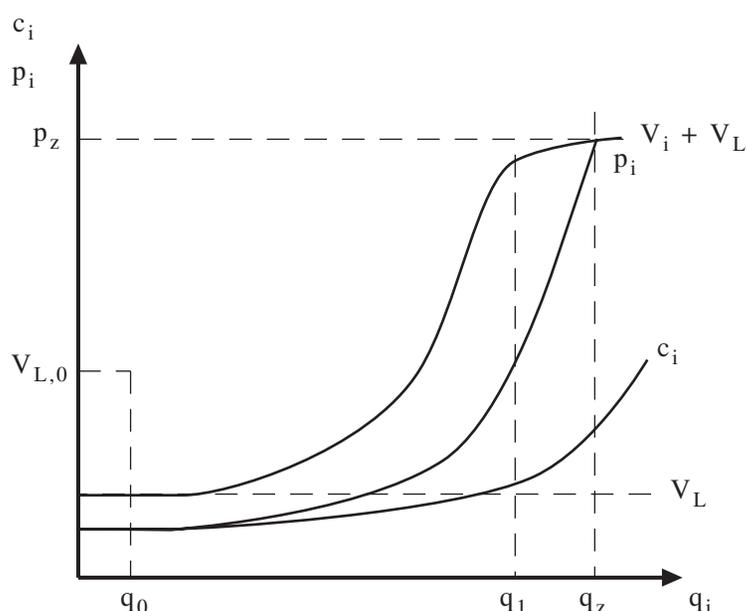
La segunda razón por la que los emisores demandan un *rating* para sus emisiones se debe buscar en lo que se conoce como regulación financiera basada en *ratings*. La regulación financiera actual ofrece ventajas a los emisores que opten por obtener un *rating* para sus emisiones. Si no lo hicieran, parte de sus inversores potenciales no podrían comprar sus emisiones. Por ejemplo, muchas IIC necesitan que los bonos

---

49 Como se expone en la sección 2 de esta monografía, las tres agencias de *rating* líderes son consideradas de alta calidad por el mercado y entre las tres copan la casi totalidad del mercado de *ratings*.

que compren para su cartera tengan un *rating* y que además esté por encima de algún umbral, normalmente BBB-. Otro ejemplo se puede encontrar en las entidades de crédito: si compran un bono de una emisión sin *rating* les consumirá más capital regulatorio que si lo hacen de una emisión con *rating*. Esto hace que los emisores encuentren un valor adicional en los *ratings*, aparte del habitual de reducción de la información asimétrica entre emisor e inversor.

Un aspecto importante del valor que los emisores dan a este cariz regulatorio es que no depende de la calidad con que se haya emitido el *rating*. Un *rating* AAA tiene los mismos efectos desde un punto de vista regulatorio independientemente de la agencia que lo haya fijado. Esto trae como consecuencia más importante que los emisores siempre obtendrán una utilidad de las agencias que emiten sus *ratings* con la calidad mínima,  $q_0$ ; a esta utilidad se la denomina  $v_L$ .



En contraposición con el caso donde no se había tenido en cuenta la utilidad para los emisores de la regulación basada en *ratings*, en este caso sí existe demanda para los *ratings* que se emiten con la peor calidad,  $q_0$ . Eso abre la posibilidad a que haya agencias de *rating* que vean como una estrategia rentable emitir *ratings* de mínima calidad con alta calificación para los emisores.

En este modelo, las agencias de *rating* que operan con la mínima calidad y que no gozan de ninguna reputación en el mercado tienen incentivos a elegir el *rating* con el que obtengan más ingresos del emisor, independientemente de la calidad crediticia real de este último. Este tipo de *ratings* será fuertemente demandado por los emisores de baja calidad crediticia, los cuales estarán dispuestos a pagar  $v_{L,0}$  por este tipo de *rating* engañoso. Esta es la situación perfecta para que se dé lo que se conoce como conflicto de intereses, con el consiguiente perjuicio para los inversores finales de estas emisiones.

Este tipo de *rating* engañoso que aparece en equilibrio en este modelo está claramente en contra de los principios sobre los que se asienta la regulación financiera basada en *ratings*. Por ello es importante conocer cómo los reguladores pueden evitar que existan agencias de *rating* que se dediquen a emitir *ratings* engañosos.

La medida más popular entre los reguladores es sin duda que el regulador sólo admita como válidas a ciertas agencias de *rating* que demuestren que emiten sus *ratings* con una calidad mínima  $q_r > q_0$ . El parámetro de calidad mínima  $q_r$  es fijado por el regulador y debe ser lo suficientemente alto como para que los *ratings* de todas las agencias sean fiables y lo suficientemente bajo para garantizar la suficiente competencia entre las agencias de *rating*. De esta manera, al quitarle a las agencias de muy baja calidad la posibilidad de emitir *ratings* para cumplir regulaciones financieras, se evita la existencia de *ratings* engañosos.

Se conoce que la calidad de equilibrio viene de la siguiente maximización:

$$\begin{aligned} \max_{q_i} \quad & v_i + v_L - p_i \\ \text{s.a.} \quad & v_i + v_L \geq v_r, \end{aligned}$$

donde  $v_r$  es la utilidad que se deriva de obtener un *rating* con calidad  $q_r$ . Dado el creciente valor que tiene para los emisores la regulación basada en *ratings*, es probable que en algún momento y para algún producto (por ejemplo los bonos de titulación) la restricción del problema se vea saturada. Esto trae como consecuencia que la determinación de la calidad mínima por parte del regulador para admitir un *rating* pueda determinar la calidad efectiva con que se opera en el mercado,  $q_i = q_r$ . Cuando la restricción no se ve saturada, la calidad de equilibrio es la misma que sin la regulación basada en *ratings*.

Como una variante del modelo descrito hasta este momento se puede modelizar la industria cuando en vez de ser la reputación su principal activo lo es el estatus. El modelo anterior se basa en el supuesto de que  $R_t = q_{t-1}$ , es decir, la reputación de que disfruta una agencia en el presente, viene determinada por la calidad de sus *ratings* en el periodo anterior. En el modelo de estatus la reputación de que goza una agencia en el mercado ya no sólo viene determinada por la calidad que han tenido sus *ratings* en el periodo anterior, sino que entran en juego otros factores. Entre ellos, en un lugar destacado, el hecho de que sea una agencia registrada para que sus *ratings* se usen en la regulación basada en *ratings*. En este contexto, los emisores podrían comprar *ratings* de las agencias con estatus de una calidad inferior a los de otras que no gozan de ese estatus. Solamente si la diferencia de calidad es muy grande se evitaría esa compra:

$$\begin{aligned} R_t &= s_{t-1} \quad \text{si } q_t^\bullet - q_{t-1} \leq \varepsilon \\ R_t &< s_{t-1} \quad \text{si } q_t^\bullet - q_{t-1} > \varepsilon, \end{aligned}$$

donde  $\varepsilon$  es un número positivo y  $q_t^\bullet$  es el nivel de calidad que tenía la agencia en el momento en que fue registrada para que sus *ratings* fueran válidos como *input* en la regulación financiera. Estas ecuaciones simplemente quieren decir que la reputación de una agencia en un periodo es igual al estatus de que gozaba en el periodo anterior. Sólo un gran deterioro en la calidad de sus *ratings* hace que pierda reputación ante los emisores. En este modelo la reputación de una agencia se vuelve más rígida, no se ve afectada de manera directa por cambios en la calidad de sus *ratings*. Esto puede traer como resultado un descenso en la calidad de equilibrio con que las agencias emiten sus *ratings*.

### II.3 Modelo que describe los incentivos de las empresas para un correcto funcionamiento en la industria del *rating* bajo información asimétrica

Este modelo describe bien el comportamiento de las agencias de *rating* en productos como los bonos de titulización, donde es más difícil para los inversores comprobar la calidad de los *ratings* que emiten las agencias. El modelo que se describe es una versión abreviada del que aparece en Mariano (2006). Este modelo, a su vez, es una adaptación al caso de las agencias de *rating* del modelo que aparece en Chemmanur y Fulghieri (1994) sobre el papel de la reputación y la información asimétrica en la industria de la banca de inversión.<sup>50</sup>

En este modelo hay tres clases diferentes de agentes neutrales al riesgo: los inversores (el mercado), una agencia de *rating* y un emisor. El modelo tiene dos periodos y el tipo de interés libre de riesgo es cero. En cada uno de los periodos, hay un emisor que necesita financiación para sus proyectos de ese periodo. Al final del periodo, esos proyectos, bien han triunfado y los beneficios se han repartido entre sus inversores, bien han fracasado y el emisor se liquida. Las condiciones de mercado determinan el valor de liquidación del emisor, que, para este caso y para simplificar y normalizar, es cero. Los inversores actuales del emisor tienen restricciones financieras, de forma que si el emisor quiere acometer nuevos proyectos necesita financiación de nuevos inversores en forma de préstamo. Para obtener este préstamo el emisor debe ser evaluado por una agencia de *rating*. Esta, basándose en información pública y privada (provista por el emisor), ayuda a los inversores, mediante su opinión, a conocer la calidad crediticia del emisor que está requiriendo financiación.

El valor inicial de mercado del emisor es  $V$ ,  $V > 1$  y necesita un préstamo de  $1/2$  para invertir en un proyecto esencial para la continuidad de su actividad.<sup>51</sup> El proyecto que el emisor acomete puede ser de dos tipos, bueno ( $f = G$ ) o malo ( $f = B$ ). Como simplificación, se supone que el beneficio que genera un proyecto  $G$  es 1 y el que genera un proyecto  $B$  es cero.

El mercado de deuda donde el emisor pide financiación está caracterizado por tener información asimétrica. El emisor, en concreto sus dirigentes, saben cuál es el verdadero tipo del proyecto que van a acometer y que la empresa sólo continuará su actividad si el proyecto obtiene la financiación necesaria. En caso contrario los dirigentes del emisor se verán en una situación de desempleo. Así, incluso si el proyecto es de tipo  $B$ , los dirigentes del emisor tienen incentivos para persuadir a nuevos inversores para que participen en el proyecto.

Los inversores no pueden distinguir con seguridad cuáles son las empresas con buenos proyectos de aquellas que intentan obtener financiación para malos proyectos. Lo que sí tienen los inversores es un *a priori* sobre el emisor construido sobre su comportamiento en el pasado y las condiciones generales del entorno económico. A este *a priori* se le denomina  $\theta = \text{Pr}(G)$ ,  $\theta \in (0,1)$  y por simplicidad se le considera constante a lo largo del periodo. En el periodo siguiente, antes de que otro emisor

---

50 Se trata de modelos basados en lo que en la literatura de teoría de juegos se denomina "juegos repetidos de *cheap talk*".

51 Dado que la forma de pago a las agencias de *rating* se realiza *upfront*, el supuesto de que  $V > 1$  es necesario para asegurarse de que el emisor tiene suficiente dinero disponible para pagar las tasas de la agencia de *rating*.

requiera opinión sobre su riesgo de crédito, se revela la verdadera naturaleza del proyecto del emisor del periodo anterior.

En el periodo  $t$ ,  $t \in \{0,1\}$ , la agencia de *rating* recibe el encargo de realizar la evaluación del riesgo de crédito de un emisor. Cuando emite su evaluación, la agencia de *rating* no puede distinguir con total seguridad si el emisor va a acometer un proyecto tipo  $G$  o  $B$ . Sin embargo, la agencia de *rating* tiene acceso a información privada sobre el emisor que hace que su evaluación sea más precisa que la que pueden llevar a cabo los inversores.

La agencia de *rating* que lleva a cabo la evaluación puede ser de dos tipos: con talento ( $T$ ) o sin talento ( $U$ ). Una agencia de *rating* con talento identifica el tipo de proyecto que quiere llevar a cabo el emisor con probabilidad  $\alpha$  (casi segura), mientras que la agencia sin talento sólo puede observar el tipo del proyecto a través de una función de distribución. Las agencias de *rating* saben cuál es su tipo, pero ni los emisores ni los inversores conocen si la agencia de *rating* evaluadora de un determinado emisor tiene de verdad talento para ello o no.

La información privada de que dispone la agencia de *rating* se denomina  $S_f$ , donde  $S_G$  es una señal de que el emisor tiene un buen proyecto y  $S_B$  es una señal de que el proyecto del emisor es malo. Se supone que si la agencia de *rating* tiene talento, lo que en el periodo 0 sucede con probabilidad  $\alpha_0$ <sup>52</sup>, entonces:

$$\Pr(s_G | G, T) = \Pr(s_B | B, T) = 1$$

y

$$\Pr(s_G | B, T) = \Pr(s_B | G, T) = 0.$$

Si la agencia de *rating* no tiene verdadero talento, lo que ocurre en el periodo 0 con probabilidad  $1 - \alpha_0$ , entonces:

$$\Pr(s_G | G, T) = \Pr(s_B | B, T) = 1 - \varepsilon$$

y

$$\Pr(s_G | B, T) = \Pr(s_B | G, T) = \varepsilon,$$

donde  $\varepsilon \in (0,1/2)$  y es conocimiento común.

Después de observar la señal privada, la agencia de *rating* usa la regla de Bayes para revisar su estimación acerca de si el emisor presenta a los inversores un proyecto bueno o malo. Una agencia de *rating* construye creencias a posteriori usando las creencias a priori sobre el tipo de proyecto del emisor y de la información que puede obtener, dado su talento, de los datos privados. Así:

$$\Pr(G | s_G, T) = 1, \Pr(G | s_B, T) = 0,$$

y

$$\Pr(G | s_G, U) = \frac{(1 - \varepsilon)\theta}{(1 - \varepsilon)\theta + (1 - \theta)\varepsilon}, \Pr(G | s_B, U) = \frac{\varepsilon\theta}{\varepsilon\theta + (1 - \theta)(1 - \varepsilon)},$$

---

52 El parámetro  $\alpha_0$  se puede interpretar como la reputación de que goza la agencia de *rating* en el mercado para el resto de agentes, inversores y emisores.

Las agencias de *rating* cargan un precio determinado endógenamente por el modelo y que se paga *upfront*.

Al final de cada periodo, el estado de la naturaleza se revela y es observado por todos los agentes de mercado. Esto se traduce en que al final del periodo los inversores tienen la posibilidad de poner al día sus creencias sobre el tipo al que pertenece la agencia que evaluó al emisor. Esto lo hacen comparando el mensaje que emitió la agencia con el verdadero estado del proyecto acometido por el emisor.

En cada periodo, los inversores requieren una remuneración que se fija después de conocer el mensaje lanzado por la agencia de *rating* sobre la solvencia del emisor. Por tanto, la remuneración demandada por los inversores depende del verdadero tipo del emisor, del mensaje lanzado por la agencia de *rating* y de la confianza que los inversores tengan en el mensaje lanzado por la agencia de *rating*. Esta confianza se mide en el modelo a través del parámetro  $\alpha_T$ . El mensaje que reciben los inversores se denomina en este modelo  $m_f$ , donde  $f \in \{G, B\}$  y  $m_G$  y  $m_B$  corresponden a una buena y a una mala señal, respectivamente, por parte de la agencia de *rating*. La remuneración exigida en tiempo  $t$ , para un mensaje  $m_f$  y dado que la empresa es del tipo  $f$ , se denomina  $r_{ff}^t$ ,  $r_{ff}^t \in [1/2, 1]$ .

Usando la regla de Bayes para evaluar las diferentes probabilidades condicionadas y dado que se supone que el mercado es competitivo y neutral al riesgo,  $r_{ff}^t$  debe satisfacer la restricción de participación de los inversores:

$$\Pr(G | m_f, \{\Omega_t\}) r_{fG}^t + \Pr(B | m_f, \{\Omega_t\}) r_{fB}^t = \frac{1}{2},$$

donde  $\Omega_t$  representa el conjunto de información disponible para los inversores en  $t$ . Cuando el emisor quiebra, se supone que el valor de liquidación es cero; esto implica  $r_{GB}^t = r_{BB}^t = 0$ . Además y para simplificar, en el modelo los inversores no se pueden involucrar con un emisor si la agencia de *rating* lo ha calificado como de baja calidad. Como resultado de este supuesto:

$$r_{GG}^t = \frac{1}{2} \left( 1 + \frac{\Pr(B) \Pr(m_G | B, \{\Omega_t\})}{\Pr(G) \Pr(m_G | G, \{\Omega_t\})} \right).$$

El parámetro  $r_{GG}^t$  necesita ser menor que 1 para que los emisores estén dispuestos a llevar a cabo los proyectos para los que piden la financiación.

La agencia de *rating* tiene como objetivo maximizar el valor esperado de sus beneficios en ambos periodos. En este contexto, los dirigentes de los emisores de mala calidad están dispuestos a realizar un pago a la agencia de *rating* que haga que el proyecto se lleve a cabo y no se revele su verdadero tipo. Así, los emisores con mala calidad crediticia están dispuestos a pagar al menos lo mismo que los emisores de buena calidad.

Los emisores de buena calidad están dispuestos a pagar una cantidad  $F_t(\alpha_t)$ , que depende de  $\alpha_t$ , es decir, de la reputación de la agencia de *rating*. Esta cantidad será como máximo igual a la cantidad que les haga indiferentes entre pedir financiación a los inversores y que la agencia de *rating* pueda emitir una opinión desfavorable y renunciar al proyecto antes de pedir la financiación:

$$\Pr(m_G | G, \{\Omega_t\}) (1 - r_{GG}^t - F_t(\alpha_t)) + \Pr(m_B | G, \{\Omega_t\}) (-F_t(\alpha_t)) = 0.$$

Así, el máximo que un emisor está dispuesto a pagar por el servicio de una agencia de *rating* es:

$$F_t(\alpha_t) = \frac{\Pr(G)\Pr(m_G|G, \{\Omega_t\}) - \Pr(B)\Pr(m_G|B, \{\Omega_t\})}{2\Pr(G)}.$$

La cantidad final que cobra la agencia de *rating* depende del poder de negociación que tenga con el emisor y será una proporción  $\kappa \in (0,1]$  de la cantidad máxima que está dispuesto a pagar el emisor.

Una vez la agencia de *rating* es contratada por el emisor, recaba toda la información que necesita del emisor en forma de señal privada,  $S_f$ . Con esta información privada, la agencia debe decidir si emite una opinión a los inversores contraria a la información privada a la que ha tenido acceso; debe elegir  $\Pr(m_G|s_B) = \gamma$  y  $\Pr(m_B|s_G) = \gamma$ .

Dados todos los parámetros descritos hasta el momento, el equilibrio de este modelo consiste en:

- La elección por parte de la agencia de *rating* de  $\gamma$  e  $\gamma$ , que especifican la posibilidad de emitir a los inversores una señal contraria a la información privada de que disponen.
- La elección del emisor de si finalmente lleva a cabo el proyecto en ese periodo basándose en los parámetros  $\alpha_t$ ,  $\gamma$  e  $\gamma$  y el sistema de creencias que se forman los inversores.
- Los inversores deciden si proveer al emisor de los recursos necesarios y la remuneración que exigen por ello basándose en  $\theta$ ,  $\alpha_t$ ,  $\gamma$  e  $\gamma$ .

El modelo se resuelve por inducción hacia atrás. Al resolverlo, nos encontramos con los siguientes resultados:

En el periodo 1, las agencias de *rating*, independientemente de su talento, nunca emiten opiniones sobre las solvencia de los emisores contrarias a sus señales privadas.

El comportamiento de las agencias de *rating* en el periodo 0 es diferente según se trate de una agencia de *rating* que tiene talento o de una que no lo tiene.

- Una agencia de calificación con talento siempre emite opiniones acordes a su señal privada. Esto quiere decir que emite  $m_G$  siempre que observa  $s_G$  y que emite  $m_B$  siempre que observa  $s_B$ .
- En el caso de una agencia de calificación crediticia que no tiene talento, existen  $\theta_L$  y  $\theta_H$ , con  $\theta_L > 1/2$ ,  $\theta \in (\theta_L, \theta_H)$ . La agencia siempre revela su señal  $c_0$  como próxima a cero. En caso contrario, la agencia de *rating* se comporta de la siguiente manera:
  1. Si  $\theta$  es igual a  $\theta_L$ , la agencia de *rating* da una opinión  $m_B$  cuando observa  $s_B$ , y cuando observa  $s_G$  da una opinión  $m_B$  con probabilidad  $\gamma$  y  $m_G$  con probabilidad  $1 - \gamma$ . Si se observa  $s_G$ , para  $\theta \in [\theta, \theta_L)$  la agencia siempre emite una mala opinión.

2. Para  $\theta$  igual a  $\theta_H$ , la agencia da una opinión  $m_G$  si observa  $s_G$  y emite una opinión  $m_G$  con probabilidad  $\gamma$  y  $m_B$  con probabilidad  $1 - \gamma$  si se observa  $s_B$ . Si  $\theta \in (\theta_H, 1]$ , la agencia siempre emite una buena opinión sobre la calidad crediticia del emisor.

El segundo resultado para las agencias que no tienen talento tiene especial importancia en el caso de las finanzas estructuradas. Dadas las características del modelo, el resultado más importante es el que se da en este periodo o, ya que refleja el comportamiento habitual de las agencias de *rating*.