

Agencias de calificación Y Crisis Financiera

Carlos Salvador
Universitat de València

INDICE

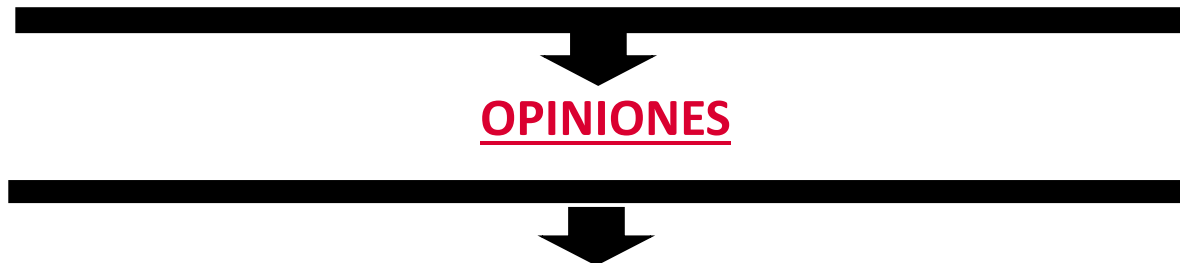
- 1. ¿Qué son los ratings?
- 2. ¿Porque son importantes las agencias de rating?
- 3. Incremento de la demanda de ratings
- 4. Los beneficios de las agencias de calificación
- 5. ¿Porque preocupa tanto una rebaja de rating?
- 6. Las agencias de rating en el punto de mira
- 7. Regulación de las agencias de rating
- 8. Trabajos Empíricos

1. ¿Qué son los ratings?

Los ratings es una opinión emitida por una agencia especializada sobre la solvencia de una entidad (ej. un emisor de bonos) o un instrumento de deuda.

Cada agencia de calificación tiene su propia definición:

- **Standard and Poor's:** Opinión general sobre la solvencia de un deudor (Probabilidad de default).
- **Fitch:** Opinión sobre la capacidad relativa de una entidad de cumplir con sus compromisos financieros (Probabilidad de default).
- **Moody's:** Opinión sobre el riesgo de crédito (perdida esperada, es decir probabilidad y magnitud del impago).



Las agencias insisten en que no son recomendaciones para comprar, vender o mantener un activo.

1. ¿Qué son los ratings?

- **Estas opiniones son clasificadas en categorías, que forman la escala de calificación.**
- Las escalas de Fitch y Standard and Poor's son idénticas, la de Moody's es diferente, aunque equivalente.
 - AAA= Máxima nota, es decir, el menor riesgo posible.
 -
 - D=Menor nota, el mayor riesgo posible. Situación de Default.

Entre estas dos categorías, existen unas categorías intermedias:

- Rating BBB o superior formarían lo que se denomina como grado de inversión.
- Ratings inferiores a BBB, formarían lo que se conoce como grado de especulación, dónde se encuentran los bonos basura.

1. ¿Qué son los ratings?

Moody's			Fitch			Standard and Poor's		
Issuer	Deposits		Issuer	Investment		Issuer		
Aaa	Aaa		AAA	AAA		AAA		
Aa1	Aa1		AA+	AA+		AA+		
Aa2	Aa2		AA	AA		AA		
Aa3	Aa3		AA-	AA-		AA-		
A1	A1		A+	A+		A+		
A2	A2		A	A		A		
A3	A3		A-	A-		A-		
Baa1	Baa1		BBB+	BBB+		BBB+		
Baa2	Baa2		BBB	BBB		BBB		
Baa3	Baa3		BBB-	BBB-		BBB-		

Speculative								
Ba1	Ba1		BB+	BB+		BB+		
Ba2	Ba2		BB	BB		BB		
Ba3	Ba3		BB-	BB-		BB-		
B1	B1		B+	B+		B+		
B2	B2		B	B		B		
B3	B3		B-	B-		B-		
Caa1	Caa1		CCC+	CCC+		CCC+		
Caa2	Caa2		CCC	CCC		CCC		
Caa3	Caa3		CCC-	CCC-		CCC-		
Ca	Ca		CC	CC		CC		
C	C		C	C		C		
D	D		D	D		D		

1. ¿Qué son los ratings?

- **Dos posibles filosofías/estrategias:**
 - **Through the Cycle:** Sólo consideran los cambios en la solvencia cuando son de carácter permanente. Las agencias de calificación argumentan que siguen esta estrategia.
 - **Estrategia Point in Time:** Considera los cambios transitorios en los niveles de solvencia de las entidades, por lo tanto los ratings son actualizados con mayor frecuencia. La desventaja es que los ratings son más volátiles. Esto no es deseado por muchos agentes, dado que deberían actualizar sus carteras de inversión con mayor frecuencia y consecuentemente se incrementaría los costes.
- Las agencias de calificación **también emiten opiniones** sobre el grado de **probabilidad que ocurra un cambio en el rating** y en la mayoría de los casos, la **dirección probable de dicho cambio**.

1. ¿Qué son los ratings?

Watchlist

- Existe una probabilidad de como mínimo un 50% de que ocurra un cambio en el rating en los siguientes 90 días.
- Se pueden clasificar:
 - Positivo
 - Negativo
 - En Desarrollo
- No implica que el cambio de rating sea inevitable

Corto plazo

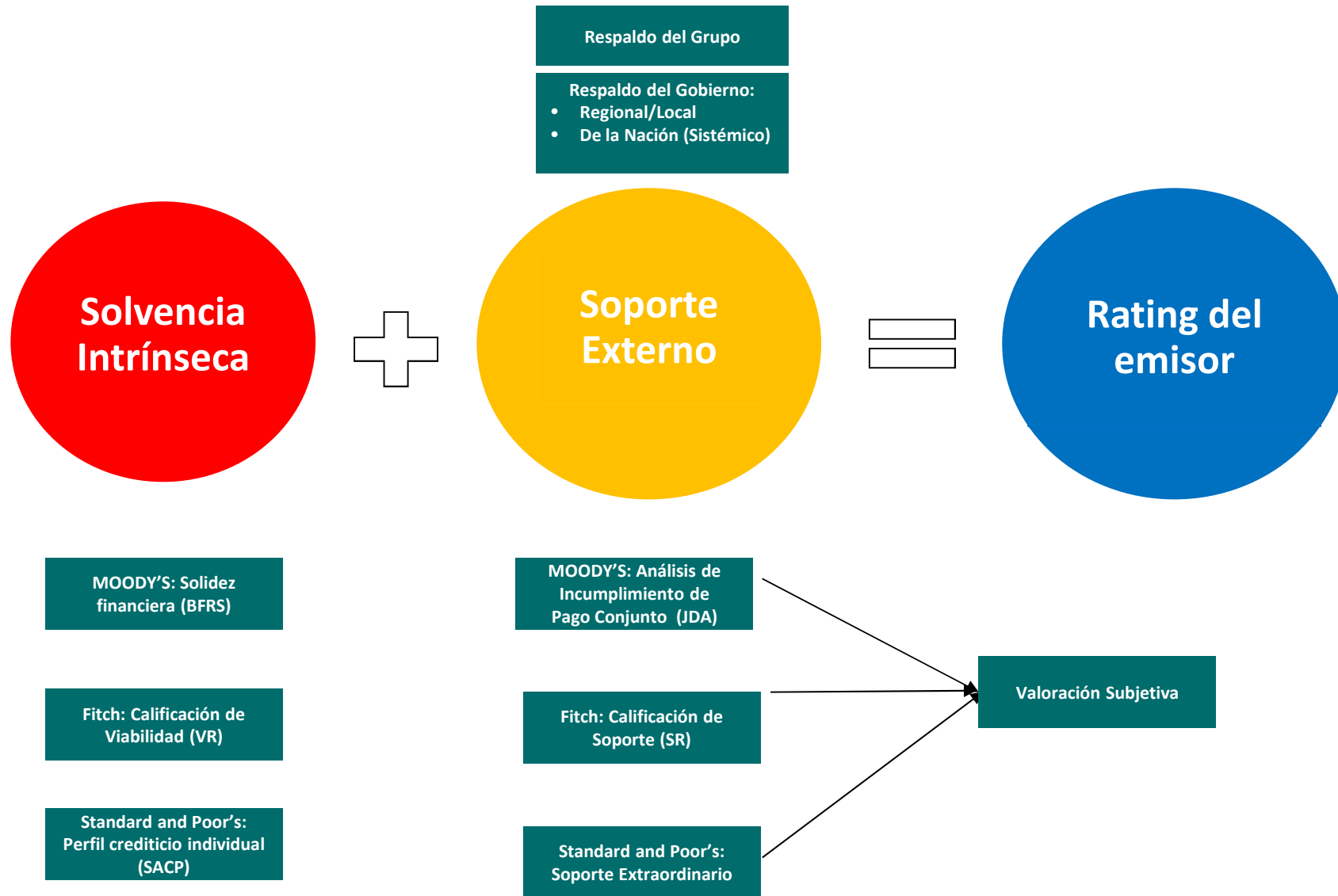
Outlook

- Existe una probabilidad de como mínimo un 33% de que ocurra un cambio en el rating en un año si el rating actual está en el grado de especulación y de dos años si está en el grado de inversión.
- Se puede clasificar:
 - Positivo
 - Negativo
 - Estable
- No implica que el cambio de rating sea inevitable

Medio/largo plazo

1. ¿Qué son los ratings?

- Ratings Bancarios (Rating del emisor)



1. ¿Qué son los ratings?

- Las agencias de calificación realizan la valoración de la calidad crediticia de las entidades bancarias teniendo en cuenta una serie de factores cuantitativos y cualitativos.

Según Moody's en la emisión de los ratings que evalúan la solvencia intrínseca de los bancos (BFRS)

Mercados Maduros

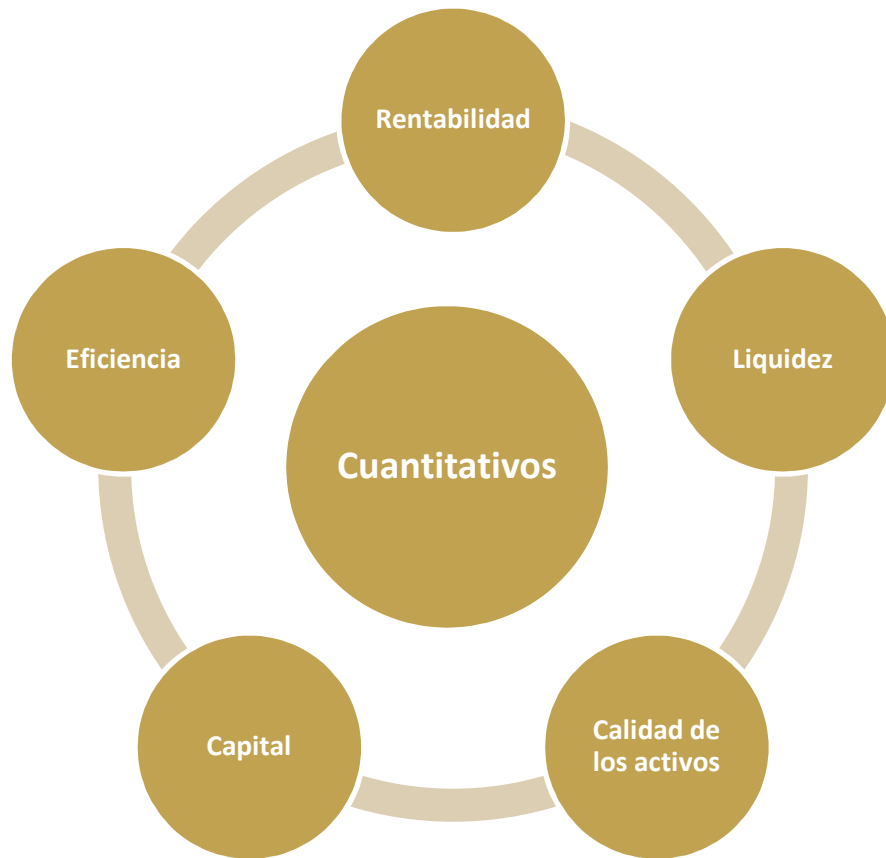


Mercados en Desarrollo



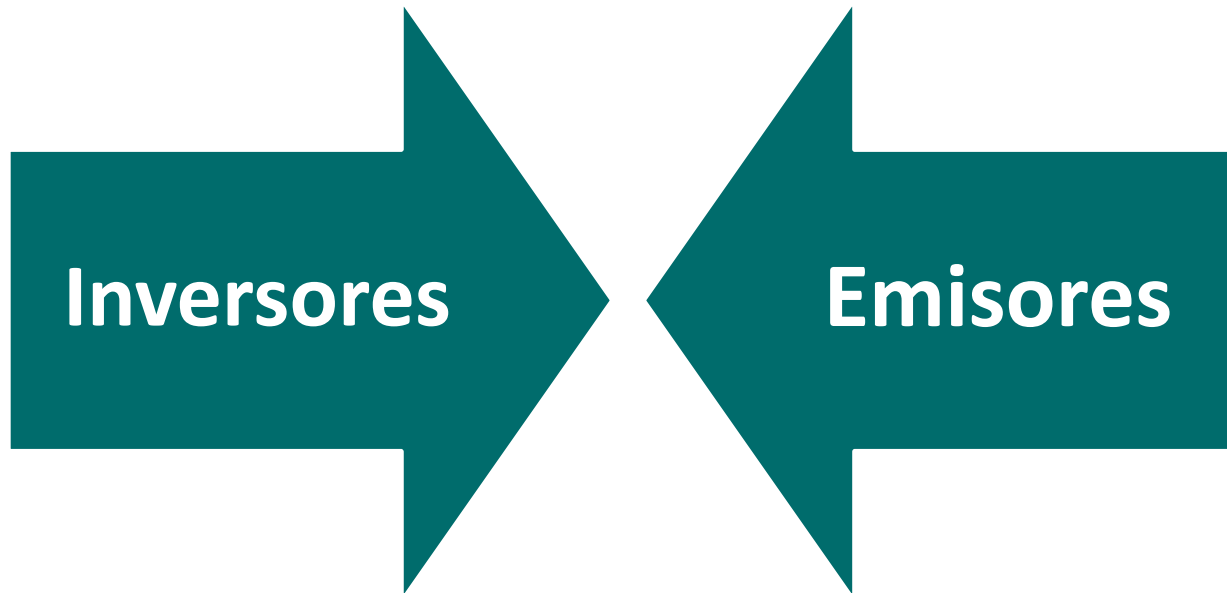
Significativo peso de los factores Cualitativos

1. ¿Qué son los ratings?



2. ¿Porque son importantes las agencias de rating?

- **Reducen** uno de los principales problemas de los mercados financieros que es la existencia de **información asimétrica**.

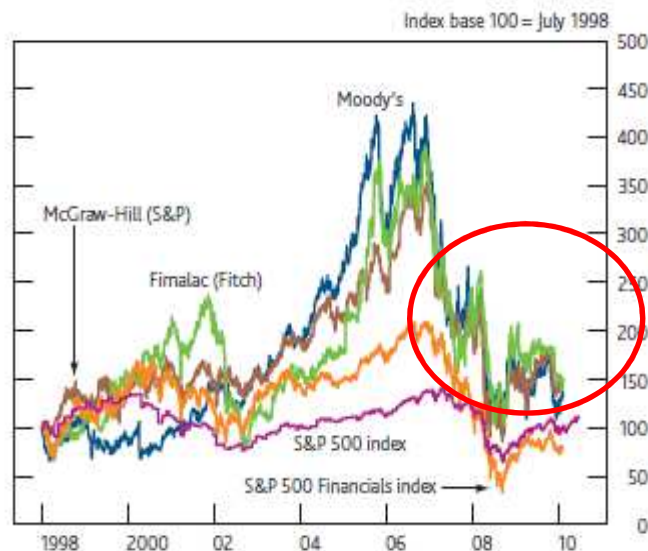


3. Incremento en la Demanda de Rating

- **Globalización de los mercados Financieros.**
- **Desintermediación Financiera.** Cada vez la financiación se obtiene en mayor medida de los mercados financieros y no de los tradicionales prestamos bancarios.
 - Influencia sobre los precios en los mercados financieros. Ayudan a encontrar precios.
- **Innovación Financiera.** Aparición de nuevos productos financieros como son los productos estructurados.
- **Utilización como input en la regulación financiera.** Refuerza el oligopolio existente en esta industria.
 - Basilea II: Permite calcular el capital mínimo regulatorio a los bancos en función del rating asignado por una agencia de calificación con prestigio (método estándar).
 - Un título para ser vendido a inversores institucionales estadounidenses requiere un rating por una agencia registrada en el NRSO.
 - En EEUU una compañía de seguros necesita tener un rating “A” o superior para realizar nuevas operaciones de reaseguro y a la vez evitar que sus contratos sean cancelados.
- Determinados prestamos están referenciados a los ratings.

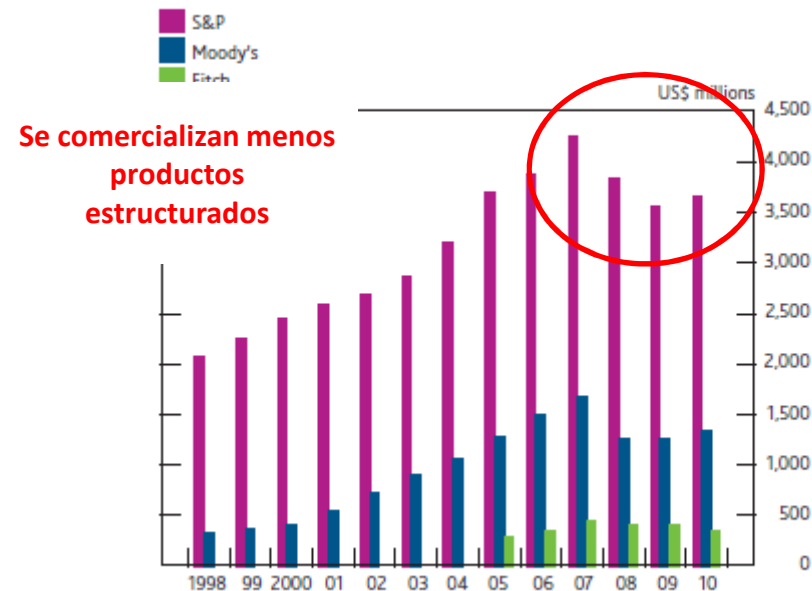
4. Beneficios de las agencias de rating

Chart 1 Comparison of CRAs' share price performance with market indices



Sources: Capital IQ and Thomson Reuters Datastream.

Chart 2 Comparison of CRAs' gross profits



Se comercializan menos productos estructurados

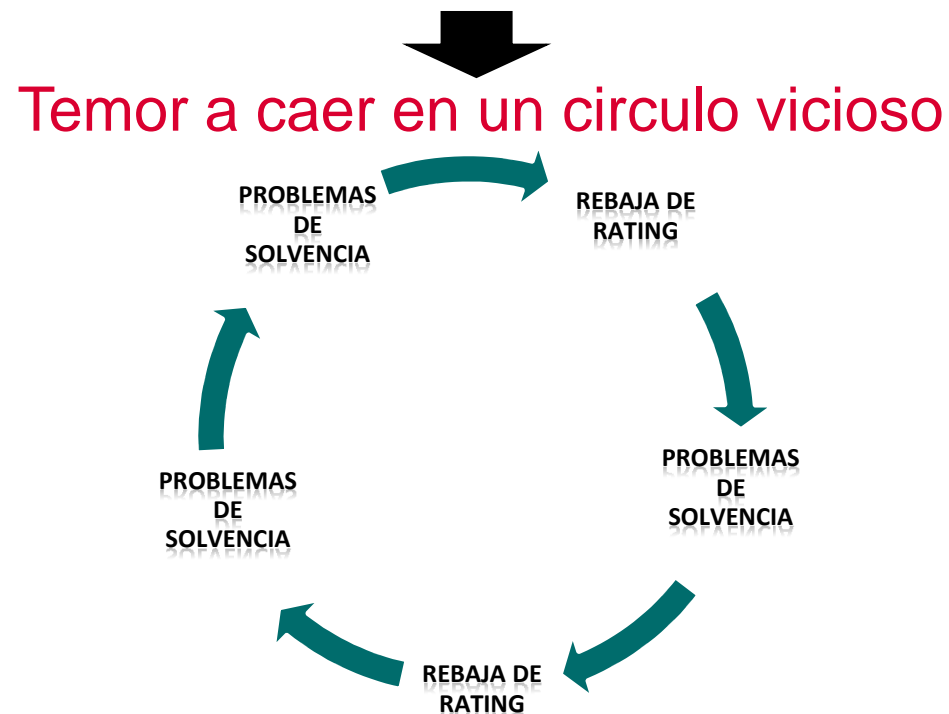
Source: Capital IQ.

Fuente: Whither the credit ratings industry?. Financial Stability Paper No. 9 – March 2011. Bank of England

- Tendencia creciente en el precio de las acciones y en los beneficios.
- **Según el *Committee on the Global Financial System (CGFS) (2005)* antes de la *Crisis Subprime* los productos estructurados representaban el 40%-50% de los ingresos de las tres principales agencias de calificación.**
- Significativo impacto de la crisis subprime

5. ¿Porque preocupa tanto una rebaja de rating?

- Cuando una empresa o un país tiene problemas de solvencia y una agencia de calificación le rebaja el rating, entonces disminuye la confianza de los inversores y con ello los problemas de solvencia se incrementan aún más.



Encarecimiento del coste de financiación tanto para empresas, países u otro tipo de emisores de deuda.

Profecía autocumplida

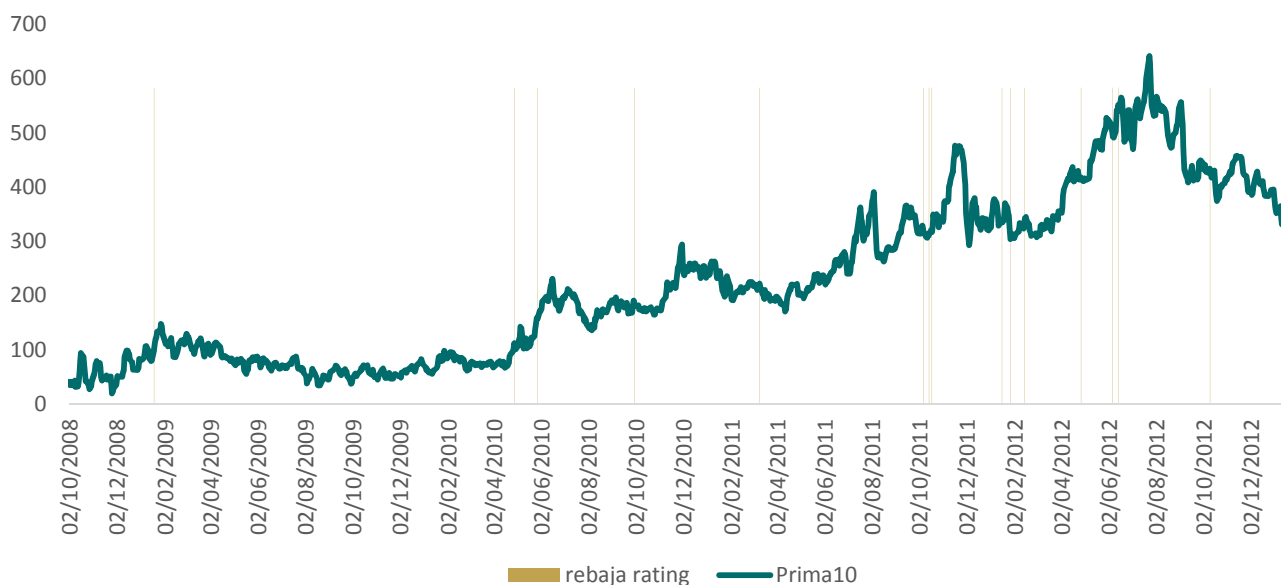
5. ¿Porque preocupa tanto una rebaja de rating?

Fecha	Agencia	Rating	Acción
10/10/2012	S & P	BBB-	Rebaia del rating
14/06/2012	Moodys	Baa3	Rebaja del rating
07/06/2012	Fitch	BBB	Rebaja del rating
27/04/2012	S & P	BBB+	Rebaja del rating
14/02/2012	Moodys	A3	Rebaja del rating
27/01/2012	Fitch	A	Rebaja del rating
16/01/2012	S & P	A	Rebaja del rating
18/10/2011	Moodys	A1	Rebaja del rating
14/10/2011	S & P	AA-	Rebaja del rating
07/10/2011	Fitch	AA-	Rebaia del rating
10/03/2011	Moodys	Aa2	Rebaja del rating
30/09/2010	Moodys	Aa1	Rebaja del rating
28/05/2010	Fitch	AA+	Rebaja del rating
28/04/2010	S & P	AA	Rebaia del rating
19/01/2009	S & P	AA+	Rebaja del rating

15-11-2011, **Michel Barnier**, Comisario de Mercado interior de la UE: «**Las calificaciones crediticias tienen un impacto directo en los mercados** y en la economía en general y, por ende, en la prosperidad de los ciudadanos europeos. No son solo opiniones...”

La prima de riesgo aumenta ante las rebajas de rating.

Prima de riesgo de España a 10 años



6. Las agencias de rating en el punto de mira

- **A lo largo del tiempo diferentes episodios han puesto de manifiesto la procíclidad de los ratings** (Deprés, 2004).
- **Fallos en la evaluación del riesgo de insolvencia:**
 - Crisis Mejicana de los años 1994-1995 (Reisen, 1999) y crisis asiática de finales de los años 90 (Ferri et al, 1999). Se les acusó de reaccionar a los cambios más que anticiparlos.
 - Enron y Parmalat una calificación dentro del grado de inversión en los días previos a su quiebra (Hill, 2004 y Danvers et al., 2004).
 - Crisis Subprime

¿Realmente adoptan una estrategia Through The Cycle?

- **Conflicto de intereses.**
 - Sistema de pago.
 - Prestación de servicios de asesoría y consultoría.
 - Propia estructura competitiva.
 - Propiedad de las agencias de calificación.
 - Fallos y escasa transparencia de su metodología.
 - No tienen ningún tipo de responsabilidad civil o criminal.
 - Excesivo papel en la regulación financiera.

6. Las agencias de rating en el punto de mira

- **Sistema de Pago:**

Quien paga a la agencia de calificación es quien solicita un rating. Esto puede inducir a que un cliente que no esté satisfecho con la calificación asignada acuda a otra agencia en búsqueda de un mejor rating (*rating shopping*). Las agencias, conscientes de este comportamiento y con tal de no perder cuota de mercado, pueden verse incentivadas a emitir ratings de menor calidad.

- **Servicios de asesoría o consultoría** incluso sobre los propios productos que posteriormente evaluará y asignará un rating.

Reciente trabajo del Banco Central Europeo (Marques-Ibañez et al (2012)):

“Nuestros resultados surgieron que las agencias asignan calificaciones más positivas a los grandes bancos y a las entidades con más probabilidades de proporcionar a la agencia de calificación negocios adicionales de calificación de valores”

6. Las agencias de rating en el punto de mira

- Industria oligopolística

En Estados Unidos

Valoraciones de crédito-NRSRO

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

Fuente: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations-SEC (2011)

Este oligopolio fue reforzado con el papel que le dio en la regulación en EEUU la Securities and Exchange Commission (SEC) al permitir que sus ratings a mediados de los años 70 tuvieran valor regulatorio (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO). Sólo se autorizó a estas tres agencias.

6. Las agencias de rating en el punto de mira

ACCIONISTAS EN COMÚN

Expansión-com (cerrar)

MOODY'S*		STANDARD & POOR'S	
	% capital		% capital
Pricipales accionistas		Accionista	
Berkshire Hathaway Inc.	12,47	Mc Graw Hill	100
Capital World Investors (1)	12,38		
T. Rowe Price Associates Inc.	5,95	McGRAW HILL *	
Capital Research Global Investors (1)	3,66		% capital
Value Act Capital Management, L.P.	3,63	Principales accionistas	
Vanguard Group, Inc.	3,36	Capital World Investors (1)	12,31
State Street Global Advisors	3,36	State Street Global Advisors	4,34
BlackRock Institutional Trust Co. NA	3,28	Vanguard Group	4,17
Neuberger Berman, LLC	2,86	Black Rock Institut. Trust Co., N.A.	3,84
Invesco Advisers, Inc.	2,55	OppenheimerFunds, Inc.	3,8
		T. Rowe Price Associates Inc.	3,32
FITCH GROUP		Dodge Cox	2,35
	% capital	Fiduciary Management Inc.	2,05
Accionistas		Ontario Teachers Pension Plan Board	1,94
Fimalac	60	Independent Franchise Partners LLP	1,37
The Hearst Corporation	40		

Fuente: Diario expansión. 29/07/2011

La mayor parte de los accionistas son gestores de activos

6. Las agencias de rating en el punto de mira

El consejo de Estabilidad Financiera en su informe del 7 de abril 2008 señaló en relación a la valoración del riesgo de los productos estructurados por parte de las agencias de calificación:

- Debilidades en las metodologías.
- Falta de suficiente información histórica o de escenarios de análisis.
- En ocasiones los ratings se basaban en información incorrecta.
- No se tuvo en cuenta el debilitamiento sustancial de los activos subyacentes.
- Las agencias no publicaban información histórica verificable y fácilmente comparable que permitiera comprobar la calidad de sus ratings.
- Utilizaban la misma escala de calificación que para los bonos corporativos. Se basaban en información y metodologías diferentes.

7. Regulación de las agencias de rating

- **Tras la quiebra de Enron y Parmalat, la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO** estudió el papel de las agencias de calificación.
- Diciembre de 2004: “Code of conduct of fundamentals for Rating Agencies”. En él se establecían normas de conducta no obligatorias. Por lo tanto eran sólo recomendaciones:
 - Asegurar y mantener la integridad del proceso de elaboración de ratings.
 - Independencia.
 - Evitar conflictos de interés.
 - Asumir responsabilidades: Aumentando la transparencia en el proceso de emisión de rating y en la el tratamiento de la información confidencial suministrada por los emisores.
- La agencias que decidían seguir este código debían hacer publico su grado de cumplimiento y sus posibles desviaciones.



ES SOLO UNA RECOMENDACIÓN: AUTORREGULACIÓN

7. Regulación de las agencias de rating

En Estados Unidos

Hasta la quiebra de Enron no había ninguna supervisión directa sobre el comportamiento de las agencias de rating. Con la implantación **Sabarnes-Oxley Act de 2002** se encargó a la **Securities Exchange Commission (SEC)** un estudio sobre el papel de las agencias de calificación en los mercados financieros.



Credit Rating Agency Reform Act de 2006 (entró en vigor en enero 2008)



- Aumentar el número de agencias que emiten rating con valor regulatorio. Pueden emitir ratings con valor regulatorio aquellas agencias con una experiencia mayor a tres años y que demuestren la calidad y coherencia de sus ratings.
- Supervisión directa de las agencias: Alejamiento del código de conducta IOSCO (Autorregulación).

7. Regulación de las agencias de rating

En Estados Unidos

Securities Exchange Commission (SEC) en 2009 emitió normas adicionales con el objetivo de mejorar la calidad de los ratings, proteger los intereses de los inversores, e incrementar la transparencia y la competencia en la industria de las agencias de rating.



- **En 2010 Ley Dodd-Frank: Se crea la “Office of Credit Ratings” en la que la SEC:**
 - Puede impone sanciones a las Agencias.
 - Evaluar el desempeño de las agencias reconocidas como NRSRO una vez al año y hacer publico un informe con las conclusiones.
 - Implementar medidas para tratar de evitar conflictos de intereses (ejemplo: informar a la SEC cuando un analista de una NRSRO se va a trabajar a una empresa que ha evaluado en los 12 meses previos).
 - Aumentar la transparencia (Requerir que se difundan las metodologías).
 - Los inversores podrán exigir responsabilidades a las agencias.

7. Regulación de las agencias de rating

En Estados Unidos

Agencia de Rating

Moody's Investor Service, Inc.

Standard & Poor's Ratings Services

Fitch Inc.

Dominion Bond Rating Service (DBRS) Ltd

A.M. Best Company, Inc.

Egan-Jones Rating Company

Japan Credit Rating Agency, Ltd

LACE Financial Corp.

Rating and Investment Information, Inc.

Realpoint LLC

10 agencias de rating tienen la condición de NRSRO (Marzo 2011)

7. Regulación de las agencias de rating

En la Unión Europea

- En febrero de 2004: Parlamento de la UE consultó a la comisión si las agencias debían ser reguladas. Pero la *Committee of European Securities Regulators* (CRSE) propuso una solución que se basara en la autorregulación. **Por ello, Europa adoptó el código de conducta IOSCO.**
- A raíz del acuerdo de Basilea II se introdujo la **directiva europea 2006/48/CE** que recogía las normas que debían cumplir las agencias para ser consideradas como **External Credit Assessment Institutions (ECAI)** y que sus ratings pudieran ser utilizados para el cómputo del capital regulatorio (Modelo Interno).

7. Regulación de las agencias de rating

En la Unión Europea

- **Reglamento (CE) n.º 1060/2009 de 16 de septiembre de 2009.** Este reglamento surge como consecuencia de los compromisos asumidos por el G-20 en la cumbre de la Washington que se celebró en 2008.

En dicho reglamento se afirma que las agencias no habían reflejado con suficiente puntualidad y exactitud el deterioro de las calificaciones.

Los principales objetivos del reglamento:

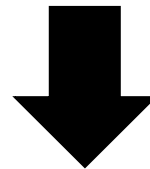
- **Mejorar la supervisión de las agencias**
- **Promover la transparencia**
- **Revisar la calidad de los ratings**
- **Reducir la posible existencia de conflictos de intereses**

7. Regulación de las agencias de rating

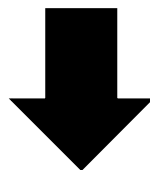
En la Unión Europea

- Las agencias debían registrarse para poder operar en la Unión Europea.

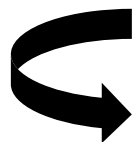
El registro le correspondía a los estados miembros, lo cual podía suponer que las agencias estuvieran sujetas a normas diferentes en función del país en el que solicitarán el registro.



Se necesitaba establecer un Marco Normativo común



- Se introduce el (CE) n.º reglamento 1095/2010 que entró en vigor el 1 de enero de 2011.



Se crea la Autoridad Europea de Supervisión (ESMA).

7. Regulación de las agencias de rating

En la Unión Europea

En Mayo de 2011 se introduce el **(CE) n.º reglamento 513/2011** que es una modificación del reglamento **(CE) n.º 1060/2009**



ESMA es la única encargada de la supervisión y registro de las agencias de calificación en la UE.

Este reglamento avanza en los siguientes criterios:

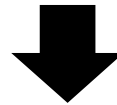
- **Responsabilidad:** Capacidad para imponer sanciones (25.000-750.000 euros) y suspender las calificaciones ante infracciones graves del reglamento (CE) n.º 1060/2009.
- **Promoción de la competencia:** Incrementar la transparencia de la información de los emisores. Esto puede incrementar el número de ratings no solicitados y fomentar que los inversores realicen sus análisis de riesgos.

[28] **Cooperación entre todas las autoridades competentes.**

7. Regulación de las agencias de rating

En la Unión Europea

En octubre de 2012 se introduce el Reglamento (CE) N.º 946/2012 que completa al reglamento N.º 1060/2009



“..establece normas de procedimiento en relación con las multas y multas coercitivas que deba imponer la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) a las agencias de calificación crediticia...”

7. Regulación de las agencias de rating

Aprobación 16 de enero de 2013 del nuevo reglamento de regulación de las agencias de calificación.

- Tendrán que justificar sus calificaciones.
- No podrán realizar recomendaciones sobre las políticas de las entidades soberanas.
- Se permitirá emitir calificaciones de deuda soberana no solicitadas por los países entre dos y tres veces al año. Dichas calificaciones sólo se publicarán después del cierre de los mercados en la UE y al menos una hora antes de su apertura.
- Se permitirán a los inversores reclamar daños y perjuicios.
- Esta previsto que a partir de 2020 se supriman todas las referencias a calificaciones en la legislación de la UE.

7. Regulación de las agencias de rating

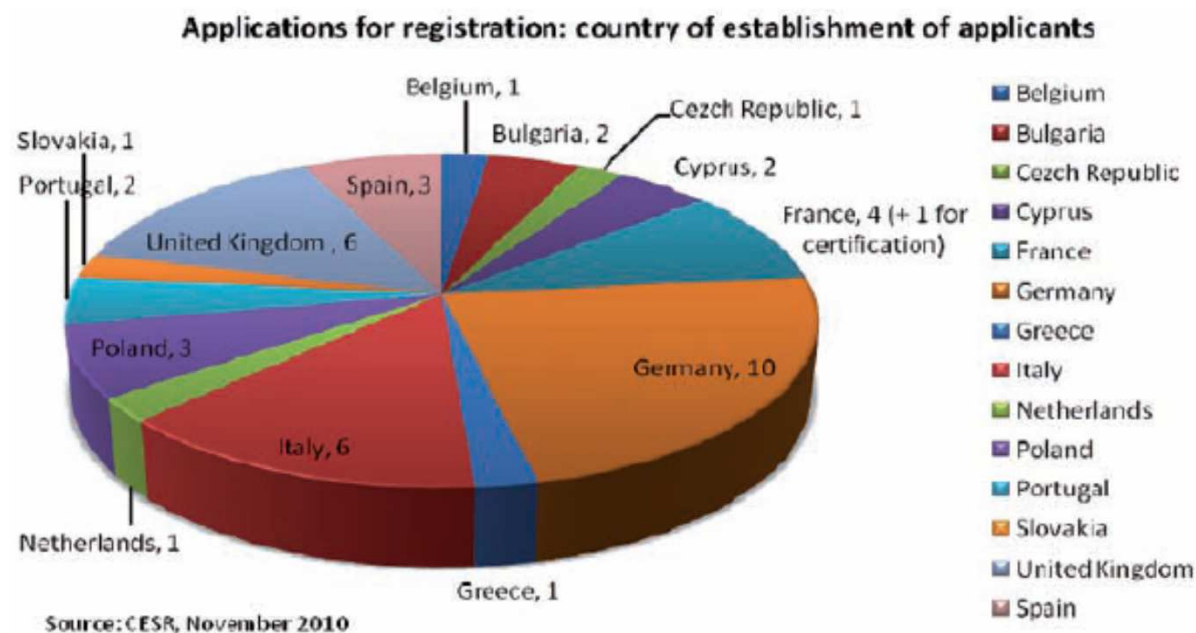
Aprobación 16 de enero de 2013 del nuevo reglamento de regulación de las agencias de calificación.

- Todas las calificaciones, salvo las solicitadas por inversores privados, tendrán que ser publicadas en una plataforma europea de calificación. Esto facilitara las comparaciones entre agencias.
- Los emisores de instrumentos financieros estructurados de titulización tendrán que cambiar de agencia de calificación al menos cada cuatro años.
- Una agencia no podrá o deberá comunicar si pretenden emitir calificaciones crediticias para accionistas que tengan una participación sobre la propia agencia de al menos 10%.
- Se prohíbe tener una participación de al menos 5% en varias agencias, salvo que estas pertenezcan al mismo grupo.

7. Regulación de las agencias de rating

Incremento de la competencia:

Aparición de nuevas agencias que pertenecen al sector de la información comercial y del seguro de crédito.



Los países que han presentado un mayor número de solicitudes de registro son Alemania (10) e Italia (6).

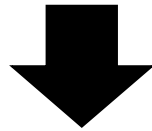
7. Regulación de las agencias de rating

Empresas candidatas a ser agencias de calificación en España. Pertenecen al sector de la información comercial y del seguro de crédito:

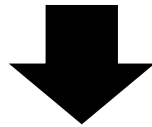
- Quien paga por el rating es el inversor.
- Se trata de ratings no solicitados.
- Realizan sus valoraciones utilizando una metodología basada principalmente en modelos estadísticos.
- **AXESOR**: Fundada en 1996. Especialista en el suministro de calificaciones e información de carácter empresarial.
- **Informa**: Fundada en 1992. Empresa líder en España en proveer información comercial.
- **Iberinform**. Fundada en 1975. Emite información comercial y emite ratings sobre la probabilidad de impago.

7. Regulación de las agencias de rating

Por lo tanto con las reformas sobre la regulación de las agencias



Aparición de nuevas agencias que provienen del sector del suministro de información comercial y calificación del riesgo.



Evitan algunos conflictos de interés

Problema para competir con las tres grandes (Moody's, Standard and Poor's y Fitch).



Problemas

- Reputación que ya tienen las agencias.
- Tamaño.
- Las nuevas empresas están especializadas en el mercado local, no tienen presencia internacional.

7. Regulación de las agencias de rating

Por lo tanto con las reformas sobre la regulación de las agencias

- **Propuesta: Agencia de calificación Europea** compuesta por la unión de las grandes agencias locales de los diferentes estados miembros de la UE.

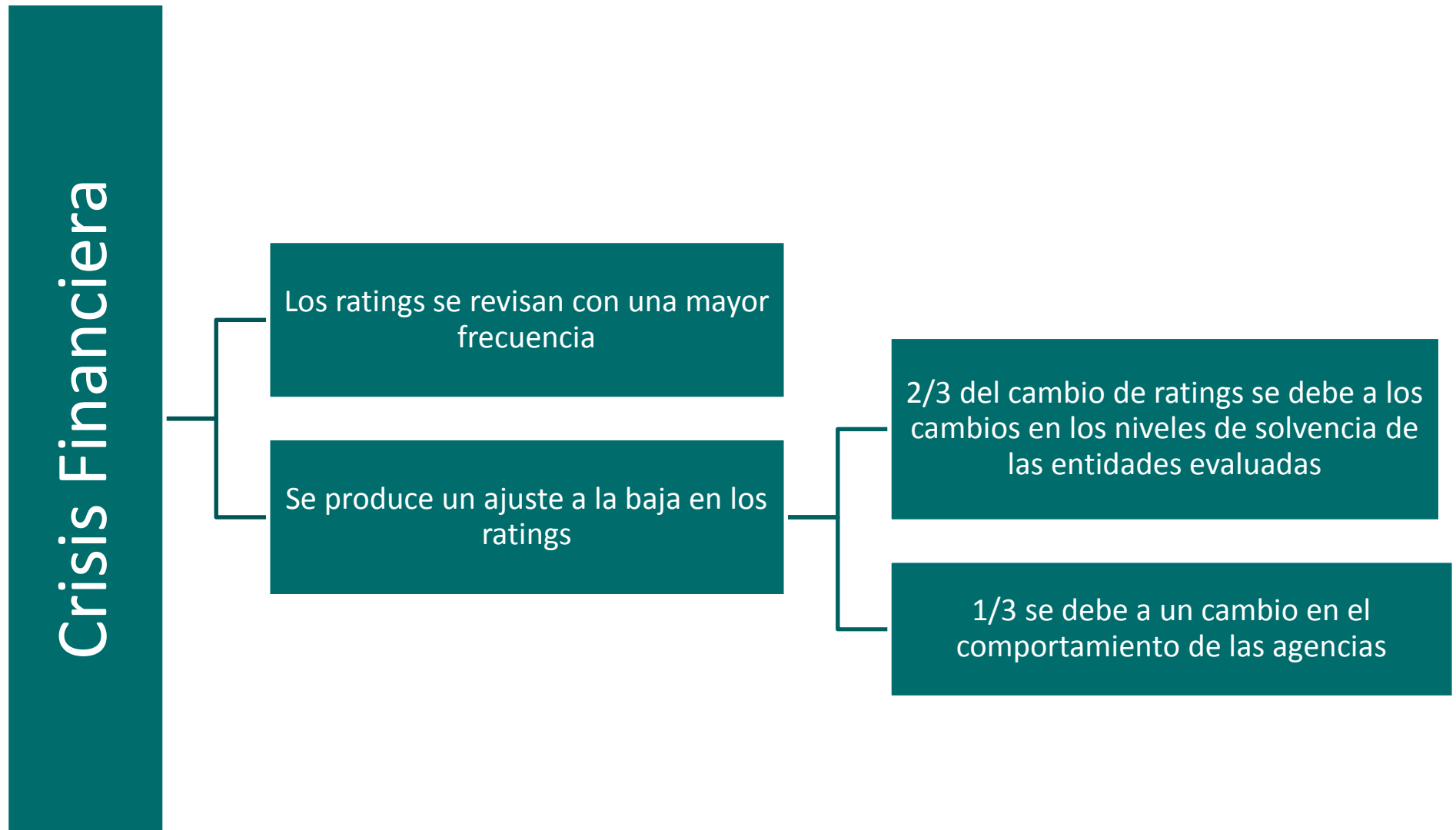


- Lo que permitiría competir en el mercado internacional con las tres grandes.

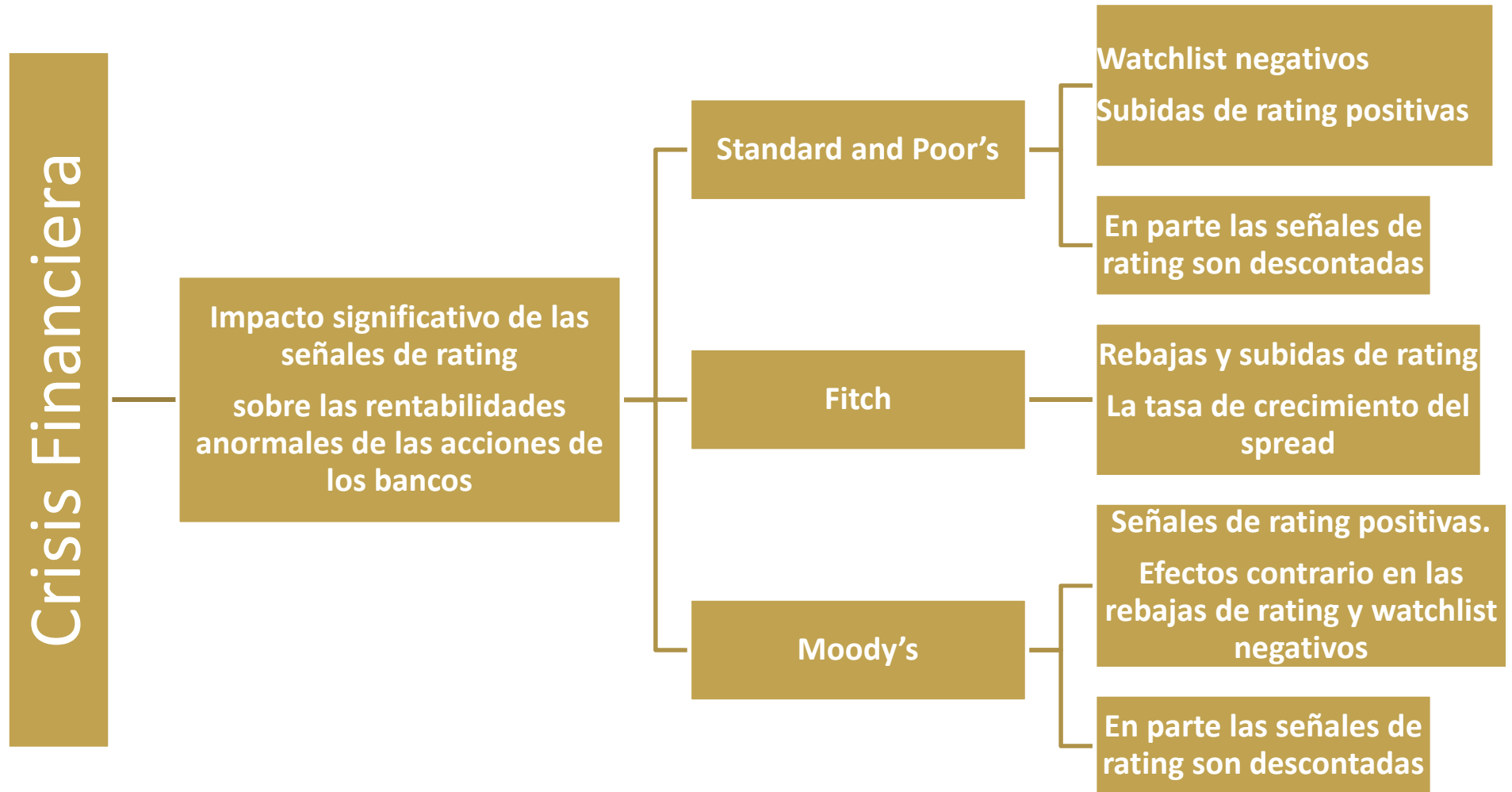


- Opción más factible que la creación de una agencia europea pública.
- A fecha de 7 de enero de 2013 hay registradas 33 agencias de calificación.

8. Trabajos Empíricos sobre los ratings bancarios



8. Trabajos Empíricos sobre los ratings bancarios



Muchas Gracias por su atención

Carlos.Salvador@uv.es