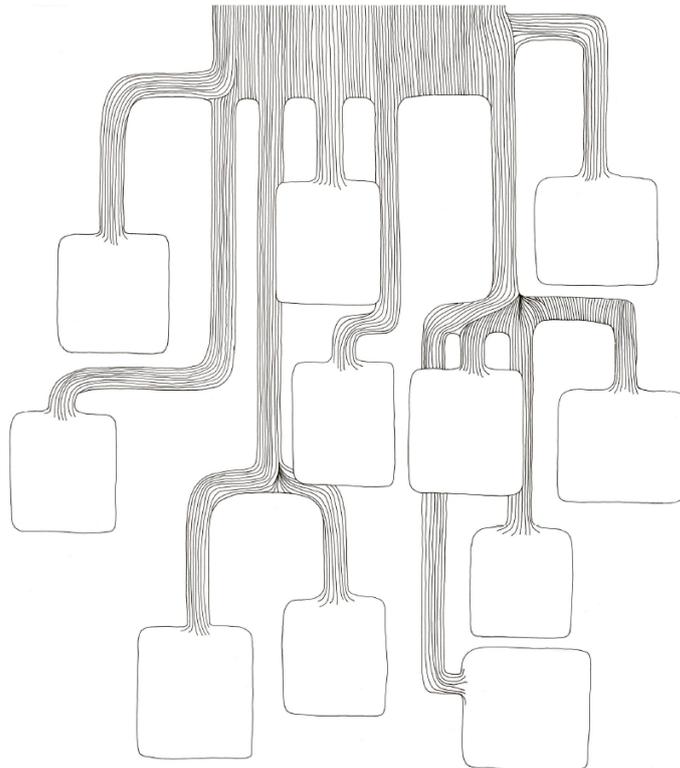


***“Las Agencias de Rating: calificaciones imparciales,
objetivas y sin conflicto de intereses”***



Mito 9. “Las Agencias de Rating: calificaciones imparciales, objetivas y sin conflicto de intereses”

Vídeo de Alberto Garzón, de ATTAC: <http://www.rebellion.org/noticia.php?id=132166>

En 1936, como parte de la reforma del New Deal de los mercados financieros de EE.UU., los reguladores prohibieron que los bancos y administradores institucionales de dinero compraran valores considerados “especulativos” por los “manuales de calificación reconocidos”. Las compañías de seguros, fondos de pensión y fondos mutuos sometidos a la regulación pública tienen que “tomar en cuenta” los puntos de vista de agencias calificadoras de riesgo, que los suministran con un monopolio sancionado por el gobierno. Esas agencias ganan su dinero ofreciendo sus “opiniones” (de las cuales nunca han sido legalmente responsables) en cuanto a las perspectivas de pago de diferentes grados de seguridad, desde AAA (como deuda gubernamental segura, la máxima calificación porque los gobiernos siempre pueden imprimir dinero para pagar) hasta varios niveles de basura.

Moody’s, Standard and Poor y Fitch se concentran sobre todo en acciones y en emisiones de bonos corporativos, estatales y locales. Ganan dinero dos veces con la misma transacción cuando ciudades y Estados equilibran sus presupuestos separándose de empresas públicas hacia nuevas entidades corporativas que emiten nuevos bonos y acciones. Este incentivo empresarial provoca antipatía en las agencias de calificación hacia gobiernos que se financian sobre una base de pagos sobre la marcha (como apoyaba por Adam Smith) aumentando impuestos sobre bienes raíces y otras propiedades, impuestos a la renta o a las ventas en lugar de pedir prestado para cubrir sus gastos. El efecto de este prejuicio inherente es no dar una opinión sobre lo que es mejor económicamente para una localidad, sino más bien qué produce más beneficios para ellas mismas.

Se presiona a las localidades cuando el aumento de sus niveles de deuda conduce a una austeridad económica. Los bancos, reducen sus líneas de crédito e instan a ciudades y Estados a pagar sus deudas privatizando sus empresas públicas más viables. La oferta de opiniones sobre esta práctica se ha convertido en un gran negocio para las agencias calificadoras. Por lo tanto es comprensible que su modelo de negocios se oponga a políticas –y a candidatos políticos– que apoyan la idea de basar las finanzas públicas en impuestos en lugar de préstamos. Este interés propio distorsiona sus “opiniones”¹

Las Agencias de Calificación de Riesgos «*son entidades privadas contratadas por las mismas entidades bancarias emisoras de títulos para que valoren la calidad de sus emisiones*»². Es decir, estas entidades no tienen como clientes a los que les solicitan el riesgo de las emisiones de otra entidad, sino que sus clientes son las entidades evaluadas. Por definición, esto supone un conflicto de intereses. Pueden calificar a bancos y entidades financieras, gobiernos regionales o estados.

¹ <http://www.rebellion.org/noticia.php?id=134428>

² <http://www.rebellion.org/docs/138182.pdf>

Realmente se considera que el principal problema de las agencias es que están pagadas por la entidad emisora del título bursátil o vendedor, y no por el comprador o inversor, de modo que tienen mayor interés en atender los deseos o las presiones de su cliente que vende el título, porque si no queda satisfecho puede acudir a otra agencia; es un aspecto significativo de la inserción de las agencias en el sistema financiero. [...] El interés del cliente de la entidad de “fabrica” el producto bursátil se impone sobre el interés del inversor. Existe, pues, un conflicto de intereses entre cliente y proveedor del servicio frente al comprador o inversor, que afecta a la misma razón de ser del servicio pero que se presenta como inherente a este modelo de economía de mercado en vigor.³

Aunque existen varias decenas de Agencias de este tipo, en realidad son solamente tres las que copan el mercado y que en realidad forman un monopolio: Standard & Poor’s, Moody’s y Ficht.

En los informes de las agencias sobre los emisores abundan las recomendaciones con un fuerte enfoque conservador, que en el caso de los gobiernos se concreta en las clásicas recomendaciones neoliberales de fuertes ajustes fiscales con reducción del gasto público social. Las agencias son empresas privadas que están fuera de cualquier control, regulación y supervisión de ámbito público. De hecho es una industria con una fuerte estructura oligopolística en la que tres empresas estadounidenses, Standar&Poor’s, Moody’s y Fitch dominan el mercado mundial⁴.

Es curioso que generalmente estas grandes empresas, por ejemplo las agencias de calificación, son tratadas como si no fueran personas las que están detrás de ellas. De hecho, parece que son siempre las mismas personas las que se encuentran detrás de las grandes corporaciones y bancos:

Uno de los principales propietarios de la agencia Moody’s es Berkshire Hathaway, un conglomerado económico presidido por el multimillonario Warren Buffet e integrado por otros magnates como Bill Gates. Además de Moody’s, Berkshire Hathaway controla un amplio espectro de negocios vinculados a energía, telecomunicaciones, transportes, materiales de construcción, además, claro, de seguros y productos financieros. En 2008, tanto Barack Obama como John McCain mencionaron a Buffet como posible Secretario del Tesoro o como Asesor Financiero, una tarea que éste había desarrollado ya en 2003 para el gobernador de California por el Partido Republicano, Arnold Shwarzeneger. El otro grupo económico con peso en Moody’s es Davis Selected Advisers, una empresa de inversores presidida por Shelby Davis. Su padre, Shelby Cullom Davis, también era un banquero vinculado al Partido Republicano que fue embajador en Suiza durante los gobiernos de Richard Nixon y Gerald Ford.

Standard and Poor’s, por su parte, está controlada por la compañía Mc Graw Hill. Aunque fundamentalmente se dedica a los servicios financieros y al análisis de bonos y stocks, Mc Graw Hill también tiene negocios en el mundo educativo y editorial, así como en medios de comunicación. Su presidente es Harold “Terry” Mc Graw Hill III, secretario general, además, de la Bussiness Roundtable, un poderosa y conservador lobby patronal de los Estados Unidos que ha presionado con éxito para evitar, entre otras cuestiones, una mayor regulación de las agencias.

³ Hernandez Vigeras, J. «El casino que nos gobierna»

⁴ Vilariño Sanz, A., Alonso Gallo, N., Trillo del Pozo, D., «Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea»

La agencia Fitch es la más pequeña de las tres grandes, y está fuertemente vinculada al grupo Fimalac S.A., con sede en Francia. Además de ocuparse de servicios financieros, Fimalac se dedica también a actividades inmobiliarias y a diversos emprendimientos culturales. La presencia gala es aquí determinante. El presidente del holding es F. Marc Ladreit de Lacharrière, administrador además de empresas como L'Oréal, Renault o Casino, miembro del consejo asesor del Banco de Francia y Miembro de la Academia de Bellas Artes del Instituto de Francia. Estrechamente ligado al Grupo Bilderberg, Ladreit de Lacharrière también se ha prodigado, al igual Buffet o Mc Graw Hill, por sus actividades filantrópicas y sus compromisos con la educación. En 2009, de hecho, fue nombrado Embajador de Buena Voluntad por la UNESCO y colaborador del programa Educación para Todos. Eso no le ha impedido mantener estrechos vínculos con la derecha francesa y explicar de manera nítida por qué es altamente improbable que la crisis de la deuda griega, portuguesa o española pueda contagiar al núcleo duro de la Unión Europea. “Francia y Alemania” –declaró el influyente propietario de Ficht en 2010- “disponen de credibilidad ante los inversores, que deciden y son los dueños del juego, porque tienen dos pilotos en el avión: Nicolás Sarkozy y Angela Merkel”.⁵

Es decir, todas estas agencias están absolutamente interconectadas con determinadas corporaciones, además de formar una parte fundamental del mundo financiero y especulador. La gente que las conforma y que las dirige tiene profundas relaciones políticas e intereses financieros y corporativos, algo que resulta completamente inconcebible para entidades que se encargan de evaluar a otras con una repercusión determinante en las finanzas internacionales.

Estas agencias tienen una repercusión fundamental en los mercados al evaluar todos estos productos financieros. Algo llamativo sobre todo viendo los enormes fallos y errores que se cometen y que ellas mismas reconocen, al considerar su valoración como una serie de cálculos en la mayoría de casos no públicos y en muchos casos, como simples opiniones:

Las agencias declinan cualquier responsabilidad sobre la veracidad de la información utilizada y no aceptan ningún compromiso en relación a la comprobación o auditoría de la información recibida. [...] Las agencias de calificación han definido en sus escalas maestras un número excesivo de grados. Excesivo porque con la información disponible no es posible construir una malla tan fina, de tantos grados o clases, en la que ubicar a los acreditados.⁶

De hecho, se consideran «periodistas financieros», como incluso llegan a reconocer en sus propias páginas web:

[...] Las agencias son consideradas periodistas financieros protegidos por la libertad de expresión y que viven exclusivamente de su capital reputacional. Últimamente, para curarse en salud, al mismo tiempo que promocionan sus productos, Standard and Poor's advierte destacadamente en su página web que los credit ratings son opiniones relativas al riesgo de un crédito; que no son un consejo ni recomendaciones para invertir; que son únicamente un factor que los inversores pueden considerar al adoptar decisiones

⁵ Pisarello, G., Assens, J, marzo 2011, [«Las agencias privadas de calificación de riesgo, ante los tribunales»](#), ATTAC

⁶ Vilariño Sanz, A., Alonso Gallo, N., Trillo del Pozo, D., «Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea»

inversoras. Pero la realidad nos muestra que las agencias son un elemento integrante del sistema financiero mundial.⁷

Existen casos documentados en los que estas agencias utilizan un comportamiento de matonismo en su trato con algunas de las empresas o compañías evaluadas. Uno de los escándalos más conocidos es el caso de la aseguradora alemana Hannover Rück. Esta compañía recibió una carta de la agencia de calificación Moody's en la cual indicaba que iba a ser calificada de manera gratuita, aunque esperaba pagos de algún tipo en un futuro⁸. La empresa alemana declinó la oferta, a pesar de lo cual Moody's empezó la calificación de la compañía. Ante la negativa de Hannover de pagar unos servicios no solicitados, Moody's publicó una calificación de la empresa que lo ponía a nivel de bono basura. Los inversores se asustaron y la empresa perdió en unas horas casi 200 millones de dólares. Otra empresa, Compuware Corp., una empresa dedicada a la venta y desarrollo de software, tuvo que pagar 250.000 dólares por su asesoramiento inicial con Standard and Poor's. Tiempo después se les obligó a pagar 5.000 dólares anuales, que al año siguiente aumentaron a 15.000 dólares.

Sin embargo, la repercusión afecta de manera fundamental en el caso en que se trate de la calificación de, por ejemplo, los bonos públicos de un determinado estado. Si estos bonos son valorados negativamente por una de estas agencias de calificación, el mecanismo al que recurre el estado es aumentar los intereses que tiene que pagar a los inversores que los compran, haciendo que se transfieran enormes cantidades de dinero de las arcas públicas hacia estos inversores. Pero el problema viene por lo ya explicado, que estas agencias se financian a través de sus clientes, de manera que no funcionan de manera imparcial y objetiva sino que sirven a unos determinados intereses:

Estas agencias son meros instrumentos de aquellas instituciones que, en gran parte, las financian. De ahí que siempre valoren muy positivamente los productos de las instituciones que les financian (sean bancos, compañías de seguro, u otros) mientras que valoran negativamente a ciertos productos si ello favorece los intereses de tales instituciones financiadoras. De nuevo, la evidencia de ello es abrumadora. Esto fue reconocido por el vicepresidente de una de ellas, la famosa Moody's, que tras dejar la compañía, declaró a la Comisión Federal de EEUU encargada de analizar las causas de la crisis financiera, que lo más importante para tal agencia no era la objetividad en sus estudios del valor de los productos financieros sino la satisfacción de sus clientes que financiaban tales estudios (citado en el artículo de John Ryan "Do we need Credit Rating Agencies?" en Social Europe Journal. 16.03.12). Más claro imposible.⁹

Como señala Vicenç Navarro¹⁰, la prueba de que estas agencias sirven a intereses financieros se puede encontrar, por ejemplo, en el caso de la deuda pública griega. El presidente Papandreu anunció que la deuda pública de Grecia era mayor de lo que se creía tiempo después de que lo descubrieran desde las oficinas estadísticas de la Unión Europea. Sin embargo, las agencias de calificación, a pesar de que eran datos ya conocidos, solamente decidió bajar la calificación de la deuda de Grecia cuando fue anunciada públicamente por su presidente socialista, que no pertenecía al gobierno

⁷ Hernandez Viguera, J., 2012: «El casino que nos gobierna», Ed. Clave Intelectual, Madrid

⁸ Washington Post, 2004, [«Credit Rater's Power Leads to Abuse, some borrowers say»](#)

⁹ Navarro, V., 2012: [«¿Quién define la confianza de los mercados financieros?»](#)

¹⁰ Navarro, V., 2012: «¿Quién define la confianza de los mercados financieros?»

conservador que fue el que falseó las cuentas griegas. E incluso se puede comprobar el funcionamiento de estas agencias viendo el inicio de la crisis, cuando los bancos norteamericanos empezaron a quebrar a pesar de haber sido calificados con la máxima nota.

En España, desde el Observatori per al Compliment de la Declaració Universal dels Drets Humans (DUDH) en els Drets Econòmics, Socials i Culturals (DESC) se decidió poner una demanda contra las agencias de calificación que operaban en España. En la propia demanda se indicaban datos muy interesantes sobre la forma de actuación de estas agencias tanto a nivel internacional como para el caso español.

El propio Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de 2010 sobre la “Estabilidad Financiera Mundial” señalaba que “estas agencias usan y abusan del poder que tienen” y “necesitan una supervisión más estricta porque sus actividades tienen un impacto significativo en los costos de endeudamiento de los países pudiendo afectar su estabilidad financiera” – con independencia de que una cosa es la existencia, luego, de nueva regulación y, otra muy distinta, la acción delictiva que más adelante describiremos. Asimismo señala que “las autoridades deberían continuar con sus esfuerzos para reducir su dependencia de las agencias de calificación y, cuando sea posible, remover o reemplazar las referencias a las calificaciones en las leyes y la regulaciones, así como en las políticas de garantías de los bancos centrales. El FMI concluye que las decisiones de las agencias tienen un impacto directo en los costes de financiación del sector público y privado y en consecuencia pueden alterar la estabilidad financiera de los mercados alterando los precios de la financiación o de las cosas en términos jurídico-penales.¹¹

Se indicaba de manera explícita cuál era el impacto que estas agencias tenían sobre los mercados y fundamentalmente sobre el pago de la deuda española:

A principios del año 2010, los CDS sobre los bonos españoles se situaban en 85 puntos. Tras la primera rebaja del rating, se dispararon por encima de 130. Sirva como ejemplo que un precio de 130 supone que para cubrir 10 millones de euros en bonos hay que pagar 130.000 euros. A este respecto, tendremos en cuenta los diversos informes que van emitiendo sucesivamente los querrelados, en concreto los documentos CINCO Y NUEVE, adjuntos. Con ello, podremos comprobar cómo estas agencias tienen la capacidad de encarecer el precio de las cosas sobre las cuales se vierten sus informes, generando beneficios para sus clientes. Por tanto, ahora es más caro cubrir el riesgo de impago de la deuda española que antes de las rebajas en la calificación de estas compañías. Con esto también se altera el precio de las cosas que, en este caso, no es otra que el dinero, puesto que al elevarse el coste financiero se está alterando el precio del mismo. [...] Por lo tanto, podemos afirmar que hay un efecto directo entre las revisiones a la baja de España por parte de estas agencias de calificación y el encarecimiento de la financiación del Estado a través de la emisión de deuda pública. Con lo cual, estas agencias tienen la capacidad de manipular el precio del dinero, bien mueble por

¹¹ Decanato de los juzgados centrales de instrucción de la Audiencia Nacional para el juzgado central de instrucción que por turno corresponda, demanda contra las agencias de calificación que operan en España. Público, <http://imagenes.publico.es/resources/archivos/2011/3/3/1299185228564Querella_agenciasRating.pdf>

excelencia y “cosa” a los efectos de esta querrela, encareciendo el costo de la financiación que busca nuestro estado.¹²

El fundamento de la querrela se establecía sobre el artículo 284.2 del Código Penal Español, que pena a aquellos que intenten alterar los precios que habrían de resultar de la libre competencia de un valor o producto financiero. De la misma manera también se intentó utilizar el artículo 285 del Código Penal. En dicho artículo se habla de la no utilización de información reservada o confidencial relevante para la cotización obtenida debido a su actividad profesional. Sin embargo, y a pesar de que estas agencias estaban siendo investigadas en los Estados Unidos, esta querrela no logró salir adelante en el seno de la Audiencia Nacional:

Recientemente, en relación con las rebajas de calificaciones aplicadas a la deuda soberana española en los últimos años, la Audiencia Nacional rechazaba una querrela contra las agencias de calificación considerando que sus informes no constituían un delito ni se podía inferir de ellos el uso de información privilegiada.¹³

En cualquier caso, el poder de estas agencias, que solamente emiten «opiniones», pueden hacer quebrar a países siguiendo el modelo neoliberal de libre mercado que parece ser que no es tan libre cuando hay jugadores que se saltan las reglas. Estas agencias, perfectamente integradas para conseguir beneficios multimillonarios para determinados inversores, como aquellos que consiguen los que reciben el pago de los altos intereses por los bonos de deuda españoles. Ante esta realidad, surgen voces que ven como algo necesario la creación de una agencia de rating pública europea, que pueda ser contratada por los gobiernos nacionales, la comisión europea o el BCE.

Resulta interesante el siguiente texto, que explica de manera clara qué son las agencias de rating, cómo funcionan y qué intereses tienen:

1. ¿Qué es el rating?

El rating es una nota o calificación de la solvencia que tiene una empresa, un país, instituciones públicas, emisiones de deuda, estructurados o fondos para hacer frente a sus obligaciones de pago.

2. ¿Quién lo fija?

El rating de una compañía o país habitualmente es fijado por una empresa especializada. Para ello, valora las emisiones de deuda, la solvencia financiera y la vulnerabilidad ante diversos riesgos externos que puedan afectar a sus ingresos o activos. Las agencias también llevan a cabo estudios exhaustivos sobre industrias concretas.

3. ¿Cómo lo fija?

Cada agencia tiene su propio procedimiento. En el caso de Standard & Poor's, cuando se trata de una empresa, los analistas comienzan evaluando la industria y el mercado en el que la compañía opera. Posteriormente calibra los riesgos del negocio y los específicos para cada emisor, tanto de una forma estanca como en comparación con sus pares. También se tiene en cuenta el país en el que tiene su sede la compañía. Así,

¹² Decanato de los juzgados centrales de instrucción de la Audiencia Nacional para el juzgado central de instrucción que por turno corresponda, demanda contra las agencias de calificación que operan en España. Público,

<http://imagenes.publico.es/resources/archivos/2011/3/3/1299185228564Querella_agenciasRating.pdf>

¹³ Hernández Viguera, J., 2012: «El casino que nos gobierna», Ed. Clave Intelectual, Madrid.

cuando la calificación del riesgo soberano cae, es normal que la empresa (sobre todo cuando se trata de un banco), también sufra una rebaja.

4. ¿En que afecta una rebaja?

Una degradación del rating suele suponer una disminución de la confianza de los inversores y, por tanto, se traduce en un incremento de los costes financieros: es decir aumentará tanto la rentabilidad que exige el mercado para colocar una emisión de deuda como el interés a pagar en el caso de solicitar un crédito. La percepción sobre el riesgo que supone invertir o dejar fondos a una entidad o país crece en proporción al número de escalones que baje la nota.

5. ¿Qué supone cuando cambia la perspectiva?

Lo normal no es rebajar de golpe la calificación de una compañía o un país, a no ser que se produzca un hecho o suceso inesperado de alcance (por ejemplo, un atentado, una catástrofe natural, una operación corporativa o una decisión gubernamental). La etapa previa suele ser el cambio de perspectiva. Lo normal es que esta sea neutral. Pero las agencias la cambian (a positiva o a negativa) lo cual significa que están estudiando una rebaja o una mejora. La decisión se toma en los siguientes 90 días.

6. ¿Qué empresas son las denominadas agencias de calificación?

Existen multitud de agencias de calificación, pero son tres las que realmente dominan el mercado: Moody's, Standard & Poors y Fitch.

7. ¿A quién pertenecen estas agencias?

Moody's Corporation es una sociedad cotizada con unos 8.027 millones de dólares capitalización. Sus principales accionistas concentran el 53,5% del capital. Entre ellos destaca la reaseguradora Berkshire Hathaway (uno de los vehículos inversores de Warren Buffett) con un 12%, fondos como the Capital Group, BlackRock, gestoras como T. Rowe Price.

Standard & Poor's, por su parte, es filial al 100% de McGraw-Hill, un holding empresarial con intereses en información, educación y herramientas de medición y análisis financiero. Esta compañía comparte accionistas con Moody's (Capital Group, Vanguard Group, T. Rowe Price, State Street y BlackRock). También están presentes otros fondos como Oppenheimer o el grupo asegurador MassMutual Financial.

En el caso de Fitch, su principal accionista es Fimalac, con un 60%. Este es un holding francés con diversas participaciones empresariales. Comparte propiedad con el grupo Hearst.

8. ¿Son fiables las calificaciones que ponen las agencias?

Depende. Son muchas las voces que culpan a estas compañías de tener gran parte de culpa en el estallido de la crisis al mantener la máxima calificación de entidades financieras que tenían en su balance multitud de activos tóxicos. Un ejemplo es Lehman Brothers, que el mismo día de su quiebra tenía en su poder la mejor nota.

Estas voces pueden tener parte de razón, sobre todo si se tiene en cuenta que los errores son más visibles que los aciertos. La realidad es que no existe un modelo alternativo que haya triunfado. Las agencias de calificación han de ser independientes, tal y como reclama la mayor parte de empresas. En todo caso, cuantas más haya, mayores serán las alternativas.

9. ¿Cuál es el rango de notas?

Las posibles calificaciones contemplan un gran rango de notas que varían en función de la agencia, pero principalmente se pueden dividir en dos grandes categorías.

a) Investment Grade o grado de inversión (de AAA a BB+): cuando se considera adecuada la capacidad de pago, no hay indicios de riesgo de insolvencia.

b) Speculative Grade o grado especulativo (de BB+ a D): popularmente conocido como bono basura, es utilizado cuando se considera que el riesgo de impago de las obligaciones de pago es alto.

10. ¿Cómo son las notas?

Las agencias distinguen entre las notas para el largo y el corto plazo. La referencia suele ser la del largo plazo.

En este capítulo, el grado máximo es la triple A. Para Standard& Poor's y Fitch es AAA. Para Moody's, Aaa. Apartir de ahí se van quitando letras, añadiendo números o signos y se va descendiendo por la B, la C y la D.

Al grado máximo le sigue el grado alto: Aa1, Aa2 (que es la que tiene España en la actualidad) y Aa3 en el caso de Moody's; AA+, AA y AA- en el de Standard & Poor's y Fitch.

El grado medio alto comprende A1, A2 y A3 en Moody's; A+, A y A- en S&P y Fitch. Le sigue el grado medio bajo, el último en el que la inversión es recomendable: Baa1, Baa2 y Baa3 para Moody's; BBB+, BBB y BBB- en S&P y Fitch.

A partir de aquí entramos en el terreno del bono basura. Ba1, Ba2 y Ba3 para Moody's. En el caso de S&P y Fitch es BB+, BB y BB-. La emisión se convierte en "altamente especulativa" cuando Moody's le pone una nota de B1, B2 o B3; o cuando S&P y Fitch lo califican de B+, B o B-.

La letra C es la última del escalafón. Los cuatro grados que van de Caa1 y Ca (el rating de Grecia) en el caso de Moody's y entre CCC+ y C de S&P y Fitch definen la diferencia entre "riesgos sustanciales", extremadamente especulativo" y "pocas esperanzas de recuperación.

El default se merece una C para Moody's y una D para S&P. Fitch diferencia entre DDD, DD y D.¹⁴

Bibliografía:

- Juan Hernández Viguera (2012), *El casino que nos gobierna. Trampas y juegos financieros a lo claro*, Ed. Clave Intelectual.
- Vilariño Sanz, A., Alonso Gallo, N., Trillo del Pozo, D., *Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea*.

Para saber más:

- Textos de ATTAC sobre las agencias de calificación: <http://www.attacmadrid.org/?tag=agencias-de-calificacion>

Para ampliar información puedes consultar: www.uva.es/cooperacion

Proyecto realizado por:



Con el apoyo de:



¹⁴ Guerricagoitia, L., Vega, G.S., agosto 2011, [«Diez claves para entender cómo funcionan las agencias de 'rating'»](#)