

LOS MERCADOS DE RENTA FIJA LOCALES Y REGIONALES:

Su relación con las nuevas Agencias de Rating

El artículo, preparado por **Michael L. Buneman**, Asesor Senior de CRIF Rating Agency, ha sido publicado originalmente en la revista "**Kredit & Rating Praxis**", con fecha 25 agosto de 2015 (Edición 4/2015).

Los legisladores de la UE han reconocido la necesidad de que las agencias de calificación crediticia cumplan una función de apoyo y seguimiento de los mercados de valores de renta fija.

Son muchos los analistas de mercado que, a raíz del estallido de la crisis financiera mundial en 2007, han hecho correr ríos de tinta con el fin de explicar sus causas y buscar soluciones para evitar que tales acontecimientos se reproduzcan. No obstante, es innegable que existe una cuestión subyacente en todos los acontecimientos de este tipo en la historia de los mercados de crédito mundiales. Sencillamente, lo que sucede es que los acreedores cambian de opinión y dejan de confiar en las decisiones que han tomado con respecto a la solvencia de los prestatarios a los que han concedido un préstamo. Dicho de otro modo: la capacidad de los prestatarios para seguir pagando sus deudas como han hecho hasta entonces queda en entredicho.

Se trata de una reacción lógica y previsible por parte de prestamistas y acreedores. Sin embargo, contra este razonamiento se puede objetar que en este tipo de crisis los perfiles crediticios de muchos prestatarios pueden no haber cambiado. La capacidad principal de una empresa para pagar las deudas que ha contraído sigue siendo la misma, pero su capacidad para tener acceso a nuevos créditos, o para refinanciar las obligaciones de

próximo vencimiento, se ve minada por la pérdida de confianza generalizada de los prestamistas. En otras palabras, las crisis no se producen por una reducción de la solvencia de la demanda de los mercados crediticios, sino que sencillamente se deben a la reticencia, la inestabilidad y el malestar creciente por parte de la oferta.

Lógicamente, en el contexto de la UE, los legisladores en materia financiera han aprendido mucho sobre la naturaleza de estas crisis y han propuesto medidas para evitar que vuelvan a producirse. En un escenario en el que, en términos generales, se fomenta el buscar plataformas de financiación alternativas, una de las medidas más destacadas es la creación de mercados de renta fija nacionales y regionales como el Extra-MOT-Pro en Italia, el mercado Mittelstandbond alemán, el Alternext francés y el MARF español, por citar unos pocos.

Gracias a la creación de la ESMA (European Securities and Markets Authority o Autoridad Europea de Valores y Mercados), los legisladores de la UE han reconocido la necesidad de que las agencias de calificación crediticia cumplan una función de apoyo y seguimiento de



estos mercados de valores de renta fija. Por ello, están fomentando la proliferación de dichas agencias a escala regional y nacional por toda Europa. Trataré de explicar qué es lo que más preocupa a los legisladores y respaldaré sus iniciativas.

Las calificaciones crediticias han desempeñado un papel fundamental en el funcionamiento de los mercados de valores estadounidenses durante más de cien años. No obstante, se trata de un fenómeno relativamente reciente para Europa. Ello se debe sencillamente a la evolución de los mercados de capitales. Cuando se asignaron las primeras calificaciones a los valores ferroviarios en Estados Unidos alrededor del año 1909, los sistemas bancarios no eran capaces de obtener el volumen de capital necesario para la inversión. Los inversores, al no tener la misma capacidad que los bancos para analizar el crédito, consideraron útil contar con terceras partes independientes que les proporcionasen información sobre los riesgos relativos que presentaban los títulos de deuda en venta. En Europa, las finanzas siempre han estado dominadas por la financiación bancaria a través de

intermediarios, y la emisión de bonos ha sido, hasta hace solo unas décadas, la prerrogativa de gobiernos y agencias gubernamentales. De este modo, el análisis crediticio únicamente recaía sobre los bancos y era su principal vocación.

El papel desempeñado por las agencias crediticias es fundamental:

Proporcionan opiniones creíbles, predictivas, bien formuladas e independientes sobre la capacidad de los prestatarios, como puede ser un emisor de títulos de deuda, para satisfacer las obligaciones que se derivan de dichas emisiones. El objetivo de esas opiniones es evaluar el riesgo de incumplimiento de cualquier título en todas sus dimensiones y comparar ese riesgo al de todos los demás títulos. De lo que se trata es de que estas opiniones acompañen al título durante su existencia y se actualicen periódicamente para mostrar a los inversores todos los cambios que pueden acontecer así como la dinámica de riesgo de esos títulos.

Las principales agencias que operan en los mercados de capital de deuda están controladas e influenciadas por intereses norteamericanos.

Si bien, hasta la fecha la calificación crediticia ha sido una característica de los mercados de deuda transnacionales y estadounidenses, proporcionando servicio a inversores de todo el mundo, replicar esta actividad a nivel local y regional para satisfacer las necesidades de estos mercados de “mini-bonos” presenta una serie de desafíos. Las agencias de largo recorrido como Fitch, Moody’s y Standard & Poor’s han evolucionado para estar esencialmente al servicio de estos mercados transnacionales y mayoristas, y aquí se enfrentan a economías de escala. Rara vez es comercialmente viable para un emisor de títulos de deuda ocasional el contratar los servicios de una de las agencias anteriormente mencionadas. Estas se orientan más bien hacia emisores que llevan a cabo importantes emisiones y con una frecuencia considerable. Cuanto mayor sea el importe de la emisión y mayor sea la reiteración de dichas emisiones, más ingresos obtendrán las agencias.

Este entorno no resulta propicio para países con un tejido empresarial formado mayoritariamente por pequeñas y medianas empresas (PYMES), para las cuales los legisladores financieros europeos

están intentando encontrar una solución de cara a cuando tengan que hacer frente a una oferta de crédito menguante. Cabría preguntarse si resulta razonable para una pequeña empresa que necesite, pongamos, 50 millones de euros en una única operación de financiación a 5 años, el someterse a las mismas condiciones que un emisor transnacional habitual mucho mayor y cuyas necesidades en términos de acceso a los mercados de capital son muy superiores.

En segundo lugar, la calificación crediticia es el negocio de proporcionar opiniones, y la objetividad de esas opiniones es lo que más valoran tanto inversores como operadores de mercado. Es bien conocido que las principales agencias que operan en los mercados de capital de deuda están controladas e influenciadas por intereses norteamericanos. A la hora de lidiar con emisores europeos, presentan esas influencias como la principal garantía de la objetividad de sus opiniones. Por su parte, las PYMES, al estar firmemente arraigadas en una economía nacional determinada, pueden pensar que una opinión que esté más condicionada por intereses nacionales proporciona un telón de fondo más apropiado



para la evaluación de su solvencia. Ciertamente es que este punto de vista lo podrían compartir inversores más centrados en el ámbito nacional.

Otra característica más importante si cabe del comportamiento de los mercados de capital transnacionales es que los prestatarios más fuertes y solventes en cualquier país tienden a acceder primero a los mercados. Esto implica que es probable que las agencias de calificación que analizan estos créditos emitan opiniones sesgadas a favor de los más solventes, perjudicando de este modo a los emisores menos solventes de cualquier sector. Se trata de una cuestión de perspectiva. Uno esperaría que las agencias locales tuviesen una visión más afinada del rango de solvencia de cualquier sector en sus respectivos países y de este modo fuesen capaces de presentar todo un abanico de riesgo relativo en cualquier sector. El desafío para las grandes agencias de calificación es, sencillamente, que hoy por hoy son demasiado pocas las empresas que han recibido una califica-

ción por su parte y, por lo tanto, no pueden presentar una perspectiva razonable del riesgo crediticio de todo el espectro corporativo.

Estos son algunos de los argumentos a favor de la recomendación del Parlamento Europeo de que las agencias con una cuota de mercado inferior al 10% (en términos prácticos: las agencias europeas de reciente creación) sean utilizadas en cualquier nuevo ejercicio de calificación: para que la desintermediación financiera sea efectiva a escala nacional, en respuesta a la escasez creciente de proveedores de crédito tradicionales, las opiniones crediticias independientes deben tener una presencia mucho mayor en las esferas empresariales de todos los países².

Encontramos otro argumento en lo que la calificación crediticia realmente mide: el riesgo de incumplimiento. Aquí es bien sabido que las principales agencias llevan a cabo y actualizan diligentemente sus análisis sobre títulos de deuda impagados para evaluar el resul-

1. Un creciente número de autoridades del mercado están incrementando su "persuasión moral" con agentes de mercado para que la disposición del Parlamento Europeo sea aplicada de forma concreta.

Algunas de las agencias de calificación de nueva generación tienen su origen en empresas que recaban y redistribuyen información comercial y/o financiera.

tado de sus calificaciones y que, de este modo, los inversores puedan aplicar una probabilidad estadística de incumplimiento a cualquier título calificado. Sin embargo, la incidencia de incumplimiento se deriva únicamente del universo de calificaciones que han asignado. El incumplimiento y la insolvencia son en realidad mucho más elevados de lo que se puede extrapolar de los análisis de las grandes agencias, sencillamente debido a la gran cantidad de prestatarios y empresas sin calificar.

Algunas de las agencias de calificación de nueva generación tienen su origen en empresas que recaban y redistribuyen información comercial y/o financiera. Muchas de estas empresas han suministrado durante décadas a sus clientes información crediticia para negocios bilaterales. Algunas de estas empresas van más allá a la hora de publicar información sobre insolvencias en los diferentes sectores, lo cual es esencial para los gerentes de riesgos que gestionan la exposición corporativa

a cualquier sector. Este es precisamente el tipo de información en bruto que supondrá una ayuda inestimable para la evolución de la desintermediación de los mercados financieros. No obstante, para que esta información tan valiosa sea útil para aquellos inversores capaces de impulsar la evolución de esos mercados es necesario que sea comprendida, interpretada y analizada por expertos que posean las aptitudes y competencias de los analistas de las agencias de calificación. Se debate aquí la diferencia entre un análisis de solvencia empresarial llevado a cabo en un momento determinado y la perspectiva largoplacista sobre la capacidad de un emisor para pagar las obligaciones derivadas de la deuda. Esto únicamente pueden hacerlo analistas con experiencia en evaluaciones de solvencia a largo plazo.



A continuación se expone una comparación general de tres mercados de valores de renta fija nacionales de reciente creación con el objetivo de demostrar cuán profunda y efectiva es la participación de las agencias de calificación locales recién creadas. No se trata en ningún caso de un análisis exhaustivo, pero muestra tres mercados donde la necesidad

de encontrar una solución para que las PYMES dispongan de un acceso a la financiación más amplio y diversificado ha quedado patente: el alemán, el italiano y el español. El autor lamenta no haber podido incluir estadísticas del mercado francés Alternext, pero se entiende que Alternext proporcionará información sobre emisiones de deuda individuales a su debido tiempo.

Los mercados son:

- El **Mittelstand-Bonds** alemán
- El **ExtraMOT-Pro** italiano
- El **Mercado Alternativo de Renta Fija “MARF”** español

El Mittelstand-Bonds alemán



El mercado M-Bond alemán se caracteriza quizás por tener el grado más bajo de supervisión regulatoria formal de los tres. Considerado como un segmento adicional de los ya existentes mercados de renta fija, fue promovido por los mercados de valores de Stuttgart, Düsseldorf y Frankfurt como un instrumento para canalizar la financiación hacia las pequeñas y medianas empresas no cotizadas. Las diferencias más significativas con respecto a los mercados italiano y español son que no hay un segmento a corto plazo del mercado y que no hay restricciones a la hora de colocar las emisiones de obligaciones entre los inversores minoristas.

El mercado inició su actividad en 2010 respondiendo a una menor disponibilidad de créditos bancarios debido a la crisis financiera global, o al menos a un endurecimiento de las condiciones impuestas por los bancos a los clientes corporativos de tamaño medio. Aunque más allá de eso, este mercado surge para cubrir las necesidades de inversores sensibles a la rentabilidad, que veían como cada vez obtenían menos rendimiento de otros tipos de inversiones. Con un volumen de emisión total de 10 mil millones de euros, y 169 emisiones de 142 empresas, el M-Bonds era un lugar idóneo para

que las cuatro agencias locales que operan en Alemania prosperasen. Si bien es cierto que no se requiere que la emisión vaya acompañada de calificaciones crediticias, éstas se incluyeron dentro de las mejores prácticas del mercado a petición de un comité de expertos que incluía representantes de los mercados de valores y de la DVFA (Asociación Alemana de Analistas Financieros). El mercado M-Bond cuenta con una importante cobertura por parte de las agencias locales, calificando el 68% de las emisiones y el 53,1% del volumen de emisión. Sin embargo, la cobertura por parte de agencias internacionales no es representativa: S&P calificó dos emisiones de la Deutsche Börse de 600 millones de euros cada una, lo que representa aproximadamente un 12% del volumen emitido en el mercado.

Con todo y con eso, el mercado M-Bond es el único de los tres que ha sufrido incumplimientos, y en un grado bastante elevado. Los operadores de mercado registraron que 24 emisores habían incumplido sus pagos de intereses. Los inversores minoristas se vieron gravemente afectados por dichos incumplimientos. Las calificaciones de las agencias fueron objeto de duras críticas ya que varias de las calificaciones asignadas eran demasiado elevadas, lo que implicaba una proba-

bilidad remota de incumplimiento. Las reacciones fueron varias: gran decepción por parte de inversores e intermediarios, “desformalización” del mercado por parte de las bolsas de Düsseldorf y Stuttgart, y suspensión de-facto de cualquier tipo de actividad emisora desde marzo de este año. Ahora, los operadores esperan impacientes los vencimientos de algunas de las primeras emisiones que se producirán entre septiembre y diciembre de este año. Para muchos, la evolución fallida del mercado M-Bond ha puesto en tela de juicio la sólida imagen de la típica “Mittelstandsunternehmen” alemana (empresa de tamaño medio), al haber accedido a este mercado muchas compañías que no se correspondían realmente con ese tipo de empresas.

El ExtraMOT-Pro *italiano*



El ExtraMOT-Pro italiano puede verse como ejemplo de mercado moderadamente regulado. Patrocinado por el mercado de valores milanés, está concebido (como su nombre sugiere) como una plataforma de inversión para inversores profesionales, lo que implica que queda descartada la colocación entre clientes minoristas. Italia ya tiene experiencia en lo que a bonos locales se refiere, desde 1999, cuando los bancos empezaron a vender de forma agresiva bonos a inversores minoritarios, a menudo guiados únicamente por la importancia del nombre del emisor. Se produjeron numerosos incumplimientos alrededor de los años 2002 y 2003 y el mercado no progresó. Las calificaciones de esos emisores de bonos eran poco frecuentes y por aquel entonces no operaba ninguna agencia de calificación italiana local. El mercado ExtraMOT-Pro inició su actividad a principios de 2013 y ha crecido hasta alcanzar un volumen de emisión de 5 mil millones de euros (aunque no es una cifra objetiva ya que incluye la colocación de algunas grandes emisiones de bonos en el Euromarket), con 117 emisiones de un total de 101 emisores (a finales de julio de 2015).

Las emisiones a corto plazo representan una pequeña parte del mercado ("cambiali finanziarie", el equivalente italiano de los pagarés), y han sido amortizadas a su vencimiento sin problemas. No existe obligación formal de calificar a los emisores, y el porcentaje de emisores sin calificar supera al de los otros dos mercados. La práctica ha llevado a que las emisiones de 100 millones de euros y superiores sean calificadas por una o más de las tres grandes agencias internacionales, y que las emisiones de menos de 100 millones de euros sean calificadas por una de las dos agencias locales que operan en Italia. El emisor más importante en términos de volumen es CERVED, con 780 millones de euros en circulación al lanzamiento, lo que representa un volumen de mercado total del 15%, y está calificado por dos de las principales agencias internacionales. Esto inclina la balanza levemente a favor de la cobertura de las agencias internacionales. Hasta la fecha, no se han registrado incumplimientos en el mercado Extra-MOT-Pro. El primer vencimiento a largo plazo del mercado tendrá lugar en junio de 2016.

EL MARF *español*



El Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF, español es el de más reciente creación y fue inaugurado en octubre de 2013. Se puede considerar el más regulado de estos mercados, en el que, por ejemplo, existen normas relativas al registro formal de intermediarios y asesores, a la presentación puntual de estados financieros, y a la emisión de opiniones de solvencia por parte de las agencias de calificación aprobadas por la ESMA. La colocación a inversores minoristas queda excluida. El MARF está dirigido por AIAF (Asociación de Intermediarios en Activos Financieros), demasiado regulada para satisfacer las necesidades de las PYMES, al ser una plataforma de emisión para bancos, transacciones financieras estructuradas y empresas cotizadas y públicas de gran tamaño. De hecho, la creación del MARF era una de las obligaciones derivadas del programa de asistencia financiera al sistema bancario español orquestado por la Unión Europea.

La actividad emisora del MARF, que sobrepasa a finales de julio de 2015 los mil millones de euros, ha tenido un lento despegue y se ha visto recientemente perjudicado por la vuelta a la financiación bancaria por parte de los pres-

tatarios. Las emisiones a largo y corto plazo representan un 60% y un 40% respectivamente. Las emisiones a corto plazo adoptan la forma de pagarés de empresa y tienen un vencimiento máximo de 18 meses. La empresa de energía Elecnor es la mayor emisora en términos absolutos, con vencimientos a corto plazo por valor de 200 millones de euros. La mayor emisora de bonos es la Sociedad Concesionaria Autovía de la Plata, con bonos a 26 años por valor de 184,5 millones de euros. En el MARF, hasta hace muy poco, la actividad de calificación crediticia la ha llevado a cabo exclusivamente una agencia local, y en tres ocasiones una agencia de calificación alemana. Esta práctica ha provocado que la emisión a largo plazo se vea acompañada por una calificación crediticia pública, mientras que en el caso de la emisión a corto plazo se redacta un informe de solvencia, pero no se publica necesariamente.

El crecimiento de este mercado ha sido más lento de lo esperado, y hasta mayo de 2015, no constaba actividad de las tres grandes agencias de calificación crediticia internacionales. No obstante, esta situación cambió cuando S&P asignó calificaciones a la emisión de Autovia de la Plata y a un nuevo

fondo de titulización de 400 millones de euros "IM FORTIA I" (un programa de pagarés de derechos de crédito lanzado el 29 de julio).

Hasta la fecha no se han registrado incumplimientos en el MARF. Los primeros vencimientos del mercado tendrán lugar en diciembre de 2018 y hasta ahora todos los vencimientos de pagarés a corto plazo han sido refinanciados a través de nuevas emisiones.

Nombre del mercado	Mittelstand Bonds	ExtraMOT Pro	MARF
País	Alemania	Italia	España
Fecha de primera emisión	Nov 2010	Mar 2013	Nov 2013
Fecha del primer vencimiento a LP	Sep 2015	Jun 2016	Dic 2018
Volumen total de emisiones (MM€)	10.080	5.040	1.062
Número total de emisiones	169	117	20
Número total de emisores	142	101	18
Menor emisión (MM€)	2	0,2	10
Mayor emisión a LP (MM€)	600	424	185
Emisión media (MM€)	59,6	42,4	48,7
Rango de rentabilidad (%)	1,13 a 12,0	3,5 a 8,5	4,5 a 7,5
Rentabilidad media (sin ponderar)	6,4	5,7	5,7
Emisiones calificadas en %			
Emisiones sin calificar	27,8	60,7	0
Emisiones calificadas por agencias locales	68	25,6	94,7
Emisiones calificadas por Moody's, S&P, Fitch	4,2	13,7	5,3
Volumen emitido calificado en %			
Volumen sin calificar	30	15,1	0
Volumen calificado por agencias locales	53,1	8,4	82,6
Volumen calificado por Moody's, S&P, Fitch	16,9	76,5	17,4

Estas son algunas de las conclusiones que podríamos extraer de esta comparación entre mercados:

- 1** Por lo general, estos mercados funcionan según lo esperado, ya que salvo algunas excepciones, la gran parte de las emisiones las llevan a cabo las PYMES.
- 2** Los mercados parecen evolucionar de forma diferente según si están en un entorno fuertemente regulado o en uno que aspira a regirse por un código de mejores prácticas. Por lo general, cuanto mayor es la regulación, menor es el ritmo de desarrollo.
- 3** Cada mercado parece haber seguido sus propios métodos a la hora de usar las calificaciones: requisitos normativos, mejores prácticas, o voluntariedad.
- 4** Cada mercado ha evolucionado con una clara participación de las agencias de calificación locales.
- 5** Las 3 grandes calificadoras internacionales se han involucrado principalmente en emisiones no relacionadas con las PYMES, y cuando la emisión ha sido de un tamaño considerable o se han ampliado sus vencimientos. Su presencia únicamente es sistemática en el mercado italiano, en el caso de grandes emisiones de PYMES.
- 6** En un mercado de crecimiento exponencial como el alemán, posiblemente se haya depositado una confianza excesiva en las opiniones de una agencia.
- 7** La práctica de las dobles calificaciones solo parece haberse llevado a cabo sistemáticamente en un área de los tres mercados (grandes emisores en el ExtraMOT-Pro)
- 8** Un mercado con un elevado número de incumplimientos en bonos calificados sugiere que podrían haberse inflado las calificaciones para facilitar el acceso al mercado.



La polémica sobre si las calificaciones deberían regularse o no en estos mercados persiste, y el debate sobre qué agencias están mejor preparadas para asignar dichas calificaciones continúa. Cabe recordar que la aplicación de calificaciones en los mercados de capitales de deuda tiene su origen en los Estados Unidos, donde la obligación de la calificación recae sobre el inversor, no sobre el emisor. Hasta ahora, en Europa las calificaciones se ven como un servicio a disposición del emisor, y numerosas normativas reflejan esa concepción errónea. De este modo, las calificaciones pueden verse fácilmente manipuladas por emisores e intermediarios que asesoran buscando cumplir sus objetivos de recaudación de fondos. La comunidad inversora europea tiene todavía que entender del todo el significado y la importancia de las calificaciones crediticias y cómo pueden ayudar en los procesos de toma de decisiones diarios. Por encima de todo, para que estos mercados tengan futuro, los inversores deben solicitar

cada vez con mayor frecuencia los servicios de las agencias crediticias, y pedir una segunda opinión en caso de duda cuando sea necesario. El negocio de las calificaciones crediticias es extremadamente delicado ya que tiene que encontrar el equilibrio entre los intereses de los dos grupos de mayor relevancia de los mercados financieros: los emisores y los inversores. La experiencia ha demostrado que cuando los intereses favorecen en exceso a uno de los dos grupos, como ocurrió con las calificaciones infladas en el caso de las titulizaciones de las hipotecas de alto riesgo, el sector queda desprestigiado y sumido en el caos. La balanza se ha decantado demasiado a favor de los emisores, lo que demuestra que las opiniones de las agencias de calificación han sido “compradas”.

Las PYMES deben esforzarse en buscar otras formas de financiación, lo que puede llevarlas a interactuar con un nuevo tipo de prestamistas que no tienen los mismos incentivos ni son igual de leales que los bancos.

Dicho esto, las agencias de calificación todavía deben desempeñar una importante labor a favor de los intereses de las PYMES, tal y como se sugiere al inicio de este artículo: cuando los sectores bancarios están bajo presión, uno de los primeros grupos de clientes en sufrir las consecuencias son las PYMES, ya que proporcionan menos ingresos y requieren más análisis y control de crédito que las grandes empresas y los clientes que cotizan en bolsa. Por su parte, Las PYMES deben esforzarse en buscar otras formas de financiación, lo que puede llevarlas a interactuar con un nuevo tipo de prestamistas que no tienen los mismos incentivos ni son igual de leales que los bancos. Nos referimos aquí a los fondos de inversión, las aseguradoras, los fondos de pensiones y otros a los que se conoce comúnmente como el "sistema bancario en la sombra": inversores que ven el negocio de los préstamos únicamente como una actividad inversora, esperando obtener pagos de intereses con puntualidad y el reembolso total del capital a su vencimiento.

Son precisamente este tipo de inversores los que confían en las opiniones de las agencias de calificación, no para que hagan el análisis en su lugar, sino para apoyar o respaldar el análisis que el propio inversor ha llevado a cabo. El proceso de calificación aplica una disciplina de la que empresas no familiarizadas con el concepto de relaciones con inversores pueden beneficiarse a la hora de lidiar con este nuevo tipo de inversores. Las agencias de rating locales con especial conocimiento de las empresas nacionales y amplia y detallada información comercial y financiera sobre las mismas, están en una posición privilegiada para calificar a las pequeñas y medianas empresas del país.

Fuentes empleadas para la elaboración de este artículo

Páginas web de los mercados de valores de Madrid, Milán y Stuttgart
Página web “Bond Guide”, reseña de la agencia de calificación crediticia CRIF; “Developments and Outlook of ExtraMOT Pro”. Bases de datos internas de Informa D&B. Diferentes artículos de la prensa financiera alemana y española, el Financial Times y The Economist.

Sobre el autor:

Michael Buneman

Es, desde octubre del 2013, Asesor Senior en la agencia de calificación CRIF Rating Agency y colaborador de Informa D&B en el desarrollo de negocio de dicha agencia en España. Crif Rating Agency es una agencia registrada por la ESMA, con sede en Bolonia, Italia, y oficina en Barcelona. Michael Buneman se jubiló de la agencia de calificación Moody's en agosto de 2010, tras una carrera de 25 años durante los cuales trabajó como analista bancario y abrió las oficinas de Moody's en París, Frankfurt, Madrid y Milán. Antes de unirse a Moody's, trabajó como director de préstamos a escala internacional en una de las principales instituciones bancarias estadounidenses.



Las opiniones expresadas en este artículo son, por supuesto, únicamente las del autor y no deben en ningún caso atribuirse a la agencia de calificación CRIF Rating Agency o a Informa D&B.

1 de septiembre de 2015