

CNNEXPANSIÓN

Calificadoras, la asignatura pendiente

El modelo de negocios de estas agencias fue culpado de la crisis crediticia y aún sigue sin cambio; su influencia desmedida y los conflictos de interés por su esquema de pago son puntos polémicos.



Por: Stephen Foley

Financial Times — El presidente ejecutivo de Fitch Ratings, la tercera agencia de calificación crediticia, presume un informe que sus analistas recientemente publicaron, titulado *Burbuja de bonos amenaza para los inversionistas estadounidenses de bonos corporativos*, que advierte de que podría haber pérdidas importantes a lo largo de todo el sistema financiero si las tasas de interés suben y los precios de los bonos bajan.

Es la última de una serie de publicaciones de 'panorama general' diseñadas para persuadirnos de que Fitch está pensando en cosas grandes, que está adoptando una vista aérea de la economía mundial y que no es el tipo de empresa que pueda pasar por alto, digamos, una enorme crisis financiera en ciernes.

"Tenemos mucho debate interno", dice. "Te puedo dar todo tipo de discusión interna, correos electrónicos y documentos desde 2004 sobre el mercado inmobiliario de Estados Unidos. Nada de eso fue publicado nunca como investigación, y al final no seguimos con ello, nos equivocamos. Pero si hubiéramos tenido algún tipo de informe publicado sobre ese punto diciendo: 'Estamos preocupados por esto, no estamos seguros, estamos pensando en ello, que hay riesgos de secuelas aquí', entonces habríamos estado en una posición mucho mejor de la que estamos actualmente, ya que no pareceríamos tan tontos como la gente piensa que éramos".

El papel descomunal de las agencias de calificación en la crisis crediticia es bien conocida. Al validar la transformación de las hipotecas *subprime* (de alto riesgo) en títulos calificados triple A, con base en suposiciones erróneas sobre el mercado inmobiliario estadounidense, contribuyeron a la infección del sistema financiero global.

El oprobio público y político ha sido intenso, y mucha de la culpa fue atribuida a un conflicto de interés central en el modelo de negocio de las agencias, a saber, que están en deuda por sus ingresos con los emisores de deuda que están juzgando. Sus rebajas de alto impacto de deuda soberana en Europa y Estados Unidos las han hecho aún más impopulares.

Sin embargo, una por una, las ideas para una reforma radical de la industria han fracasado. Los emisores todavía pagan las cuentas y todavía pueden elegir qué agencia califica su deuda. El poder se concentra todavía en las tres grandes agencias -Standard & Poor's, Moody's y Fitch- que califican 96% de todos los bonos del mundo. Y los intentos por despojar a las calificaciones crediticias de su papel central en la regulación financiera están resultando complicados. Entonces, ¿por qué el paisaje post-crisis luce tan parecido a cómo lucía antes de la crisis? Los críticos de la industria señalan un intenso cabildeo por parte de las agencias calificadoras y más generalmente de Wall Street, a medida que los poderosos agentes del mercado hacen valer su propio interés.

Pero hay una visión alternativa, reconocida por algunas de las agencias de calificación más pequeñas que esperan ganar con la incomodidad de las tres grandes, la cual es que muchos cambios propuestos estaban basados en cimientos con nulo sentido práctico.

Los ejecutivos de las agencias líderes dicen que la necesidad de un cambio radical siempre ha estado basada en una premisa falsa.

"El hecho de que los conflictos de interés condujeran a calificaciones infladas en Moody's es un concepto que rechazo categóricamente", dice Raymond McDaniel, presidente ejecutivo de la agencia. "Una forma de tratar de responder a esto es poner ese argumento en negativo. ¿Por qué afectaría sólo a la vivienda y por qué afectaría sólo a los títulos hipotecarios?"

Aunque los supuestos sobre que los precios de las casas iban a crecer eternamente estaban equivocados, otras calificaciones de Moody's de complicados productos financieros estructurados, basados en diferentes supuestos acerca de cuántas personas pagarían sus deudas de tarjetas de crédito o sus préstamos para automóviles, mostraron un buen desempeño durante la profunda recesión, dijo. Fitch y S&P defendieron un punto similar.

En Estados Unidos, un comité del Senado encontró que las agencias de calificación crediticia "a veces cedían ante la presión de los bancos de inversión y les otorgaban una influencia indebida en el proceso de calificación", pero no hay evidencias que provocaran una acción por parte de los reguladores. Un tribunal australiano, fallando en contra de S&P, dijo que una agencia de calificación "razonablemente competente" no podría haber dado una calificación AAA a títulos respaldados por hipotecas que el juez calificó de "grotescamente complicados", pero en Estados Unidos y Europa, las agencias hasta ahora han sido ampliamente exitosas en rechazar la responsabilidad por las consecuencias de sus calificaciones erróneas.

Los procesos de las agencias de calificación para la gestión de conflictos de interés son ahora más minuciosamente analizados tras una exigencia por parte del G20 en 2009 de que fueran puestas bajo la supervisión de los reguladores. Nueve agencias están formalmente registradas en Estados Unidos y 20 en Europa.

Fuera de las tres grandes hay consternación. Los rivales más pequeños temen que el costo de la nueva normativa sea afianzar el statu quo, haciendo cada vez más difícil revolucionar la industria.

"Es difícil que alguien se queje en voz muy alta sobre todo este nuevo y relativamente oneroso reglamento porque es bastante obvio por qué estamos encontrándonos en esta situación", dice Dan Curry, presidente de DBRS, el evaluador dominante de Canadá, que ha estado tratando de construir una mayor presencia global. "Tratamos de indicar cortésmente a los reguladores que ellos diseñaron toda esta regulación observando especialmente a Moody's y a S&P, y muchas de las agencias más pequeñas van a quedar atrapadas en el fuego cruzado. Todo el mundo está diciendo que quiere más competencia, pero lo que están haciendo es impedir la competencia y creando grandes barreras para entrar".

De acuerdo con los ejecutivos de las tres grandes compañías, están afianzados por una razón: la reputación y destreza analítica construida a través de generaciones. S&P remonta su historia a 1860, cuando Henry Varnum Poor publicó su *Historia de los Ferrocarriles y Canales de Estados Unidos*, John Moody's & Company publicaron el Manual de Moody's de los Valores Industriales y Misceláneos en 1900. Fitch, establecida en 1913, se considera a sí misma como un hambriento y joven retador, y el mejor caballo para aquellos que buscan respaldar la competencia en el sector.

McDaniel es escéptico acerca de que la industria pueda sostener a muchos participantes más. "Había ocho o nueve agencias en los años 80 y a principios de los 90. Tuvieron la opción de competir o vender, y optaron por vender".

A ambos lados del Atlántico, los reformadores han impulsado una idea que dicen que afrontará la situación de conflicto de intereses relacionada con el modelo de negocio de 'el emisor paga' y fomentará una mayor competencia para los tres grandes. La idea es que existiría un órgano independiente que se interpondría entre los emisores de valores respaldados por activos y las agencias de calificación, asignando el trabajo sobre las nuevas cuestiones a las agencias en rotación o de acuerdo con su experiencia. Los rivales más pequeños a los que de otra manera les resultaría difícil persuadir a los emisores de usarlos serían capaces de construir rápidamente un registro de calificaciones.

Sin embargo, un paquete de reformas presentado en noviembre por Michel Barnier, el comisario europeo de servicios financieros, limita la idea a los llamados productos re-titulizados: instrumentos que casi han quedado extintos desde la crisis financiera.

En Estados Unidos, la idea de un órgano central que asigne calificaciones está siendo defendida por el senador Al Franken, pero un reporte de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) del mes pasado sonaba escéptico. Gastó 390 palabras hablando sobre los beneficios de la idea y 1,700 palabras hablando sobre los inconvenientes, y solamente recomendó que haya más discusión.

"Ésta es la manera más fácil de asegurarse de que no hay conflicto de interés y romper el oligopolio", dijo Franken. "A menos que sea resuelto, la gente va a resultar dañada de nuevo y la economía en su conjunto va a resultar dañada otra vez".

En algunas áreas del mercado, existen indicios de una mayor competencia. En lo que respecta a las valoraciones sobre los nuevos títulos comerciales respaldados por hipotecas (CMBS, por sus siglas en inglés), instrumentos hechos con paquetes de préstamos sobre edificios de oficinas y parques comerciales, es más probable que encuentres a los recién llegados Kroll, Morningstar y DBRS junto con S&P, que se retiró del mercado durante un año mientras arreglaba los errores en su modelo de calificación.

Sin embargo, pese a todo el progreso de DBRS, e incluso si el plan de Franken fuera aplicado, Curry advierte que pasará mucho tiempo antes de que los recién llegados logren mordisquear una participación significativa en el mercado de los tres grandes. "Incluso algo que parece un gran cambio realmente causará que las cosas cambien gradualmente durante muchos años", dijo.

Hay por lo menos otro gran elemento en la agenda de la reforma que se está implementando. El G20 instó a los reguladores de todo el mundo a dejar de confiar en las calificaciones crediticias para juzgar la seguridad y solidez de los bancos y sociedades financieras bajo su competencia. ¿Y qué si S&P y Moody's deciden que los activos en el balance general de un banco son de grado de inversión? Los reguladores deben encontrar maneras para decidir qué tan riesgoso es un activo y por tanto cuánto capital debe mantener en reserva un banco en caso de pérdidas. La idea es reducir la importancia de las calificaciones crediticias del sistema financiero en general y asegurarse de que haya menos daño la próxima vez que las agencias pasen por alto, por ejemplo, una enorme crisis en ciernes.

Sin embargo, ha sido más fácil borrar las referencias a las calificaciones crediticias de lo que ha sido decidir con qué reemplazarlas.

El Banco de Pagos Internacionales, redactando los nuevos requisitos internacionales de capital conocidos como Basilea III, está celebrando consultas sobre las complicadas reglas que rigen cómo los bancos pueden utilizar sus propios modelos internos para determinar el riesgo crediticio de los activos financieros estructurados. Reconoce, sin embargo, que algunas instituciones más pequeñas no serán lo suficientemente sofisticadas como para hacer esto y en su lugar tendrán que depender de las agencias de calificación después de todo.

Trabajo realizado para la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido ha encontrado que los modelos propios de los bancos, con respecto a las calificaciones crediticias externas, a veces subestiman los riesgos.

Larry White, el profesor de la Universidad de Nueva York abogó por la eliminación de las calificaciones de las regulaciones prudenciales, admite que es un trabajo duro. "Se necesitan más reguladores, se necesita que estén bien pagados y se necesita que sean respetados".

Es por lo menos un trabajo que las propias agencias de calificación profesan querer hacer. Ninguna quiere que sus calificaciones sean tratadas como un evangelio, ninguna quiere que sus rebajas causen ondas de choque en todo el sistema financiero a causa de disparadores automáticos en las reglas de capital. Ellos sólo quieren ser vistos haciendo un trabajo honesto, educado y con suerte más exitoso en la predicción del futuro.

"No quiero dar la impresión de que no hemos cambiado", dice Taylor de Fitch. "Hemos cambiado mucho. Hemos cambiado las personas, hemos cambiado los procesos que hemos necesitado, hemos mejorado mucho en la publicación de más información. Pero no sólo quiero venderte ese punto. El punto importante es que mucho de lo que estábamos haciendo estaba funcionando absolutamente bien y no ha dejado de funcionar bien. Y una de las razones por las que siento un poco de pena por nosotros mismos, es que si nos fijamos en las personas que utilizan nuestros productos, si nos fijamos en nuestros clientes, ellos saben eso".

Pago del emisor: Un modelo resistente a la reforma

En el largo menú de las posibles causas de la crisis crediticia del cual los historiadores podrán elegir, el modelo de negocio del 'emisor paga' de las agencias de calificación crediticia seguramente seguirá siendo un favorito.

El modelo ha demostrado ser imposible de cambiar. Jules Kroll, el hombre que fue pionero en la "inteligencia empresarial" con su agencia detectivesca del mismo nombre, atacó las actividades de calificación en 2009 diciendo que era hora de cambiar de nuevo a un modelo de 'el suscriptor paga'. Los inversores que utilizan calificaciones para decidir qué bonos comprar pagarían por sus servicios, declaró, y él no estaría a merced financiera de los emisores de bonos, que eran capaces de conseguir altas calificaciones con intimidaciones por parte de las demás agencias, amenazando con quitarles su negocio.

Hoy en día, Kroll Bond Ratings trabaja para los emisores de bonos respaldados por hipotecas comerciales, al igual que sus rivales.

"Los inversores están bajo una enorme presión de ingresos así que el apetito de los inversores por pagar era bajo", explica Jim Nadler, el ex ejecutivo de S&P y Fitch que Kroll contrató para ser su jefe de operaciones. "Fue difícil construir un servicio significativo y reformar la industria al apegarnos al modelo del suscriptor paga. Las agencias financiadas por el suscriptor tienden a ser más pequeñas y no tienen mucha influencia. Jules optó por abordar los conflictos de otras formas, haciendo más diligencia debida, con más transparencia y prestando más atención a la precisión"

El modelo de la industria ha cambiado antes. Hasta la década de 1970, cuando las calificaciones se convirtieron en un valor incalculable en la comercialización de bonos, los suscriptores pagaban por los gruesos tomos producidos por las agencias de calificación.

Pero ahora en Estados Unidos, ocho de las nueve agencias de calificación crediticia registradas siguen el modelo del emisor paga, con sólo Egan-Jones, la más pequeña, permaneciendo como un servicio de suscripción de los inversores.

Los grandes inversores tienen sus propias funciones de investigación de crédito y es posible que no necesiten pagar. Los pequeños inversores podrían no ser capaces de pagar lo suficiente para mantener el sistema actual.

"¿No sería agradable si los inversores pagaran por ello?", dicen Paul Taylor, presidente ejecutivo de Fitch Ratings. "Eso es bastante obvio; no es tan complicado. La realidad es que no tendrías una industria de calificaciones si ése fuera el caso".

Nadler añadió que un cambio hacia el modelo de 'el suscriptor paga' haría más difícil mantener la práctica de publicar las calificaciones a todos en todo el mercado al mismo tiempo, que los reguladores ven como algo importante de mantener un mercado justo.

Y todos los jefes de las agencias calificadoras sostienen que incluso el modelo de 'el suscriptor paga' tiene conflictos, debido a que los grandes inversionistas tienen un interés por rechazar las rebajas de los bonos en sus propias carteras. La reforma, dicen, debe permanecer para manejar los inevitables conflictos de una mejor manera.

"A menos que sea abordada, la gente va a resultar dañada de nuevo y la economía en su conjunto va a resultar dañada otra vez".