

THE WALL STREET JOURNAL.

DOW JONES | News Corp

Calificaciones infladas de bonos incitaron la crisis... y ya regresaron

CEZARY PODKUL
Y GUNJAN BANERJI

Son tiempos difíciles para el centro comercial The Mall at Stonecrest, en los suburbios de Atlanta. La tienda Kohl's cerró en el 2016. Sears cerró en el 2018 y Payless ShoeSource terminó su venta de liquidación por cierre en mayo. Cuando se cumplió el plazo para una hipoteca de 90.5 millones de dólares el verano pasado, los dueños del centro comercial se declararon en moratoria.

Durante todo el proceso, S&P Global Inc. ha dicho que un valor unido a la hipoteca del centro comercial no perdería dinero. S&P dice que la "situación es fluida" y que "no dudaremos en reconsiderar la calificación".

Las calificaciones de bonos infladas fueron una de las causas de la crisis financiera. Una década después, hay evidencia de que persisten. En las partes más candentes del próspero mercado de los bonos, S&P y sus competidores dan calificaciones cada vez más optimistas al tiempo que se pelean participación de mercado.

Desde el 2012, las seis firmas calificadoras principales han cambiado algunos criterios para juzgar el riesgo de los bonos en formas que fueron seguidas por repuntes en su participación de mercado, al menos temporalmente, descubrió un análisis de The Wall Street Journal. Estas agencias compiten unas con otras para calificar la deuda de prestatarios, quienes pagan por las calificaciones y tienen un incentivo para seleccionar las más optimistas.

Hay indicios de que algunos inversionistas son escépticos. Algunos bonos en mercados donde se han relajado los criterios para las calificaciones no se cotizan a los elevados precios de los bonos que sugieren sus calificaciones. Los inversionistas también han mostrado escepticismo sobre las calificaciones a algunos bonos corporativos y gubernamentales.

"No confiamos en las calificaciones", señala Greg Michaud, director de bienes raíces en Voya Investment Management, que tiene 21 mil millones de dólares en cartera en deuda de bienes raíces comerciales.

El problema es particularmente agudo en el mercado de rápido crecimiento de la deuda "estructurada" -valores que



La quiebra de Sears impactó a The Mall at Stonecrest, ubicado en Atlanta, cuyos dueños se declararon en bancarrota, aunque S&P decía que un valor ligado a la hipoteca del centro comercial no perdería dinero.

Multiplican valor

Moody's y S&P han superado sólidamente al índice S&P 500 desde la crisis financiera.

Desempeño del precio de la acción y el índice

Moody's S&P Global
S&P 500



Fuente: FactSet
THE WALL STREET JOURNAL.

usan reservas de préstamos como hipotecas comerciales y residenciales, préstamos estudiantiles y otros préstamos. Los tratos son divididos en rebanadas diferentes, o "tajadas", cada una con diversos riesgos y rendimientos, lo que significa que las agencias calificadoras son cruciales para su creación.

The Journal analizó alrededor de 30 mil calificaciones dentro de una base de datos de 3 millones de millones de dólares de valores estructurados emitidos entre el 2008 y el 2019. Los datos, reunidos por el sitio de seguimiento de tratos Finsight.com, permitieron hacer comparaciones directas de calificaciones emitidas por seis firmas: las importantes S&P, Moody's Corp. y Fitch Ratings, y tres firmas más pequeñas que

Negocio próspero

Ingresos de las firmas calificadoras

\$7 miles de millones de dólares



Nota: Los datos reflejan los años fiscales de cada reporte de las firmas calificadoras
Fuente: SEC

THE WALL STREET JOURNAL.

se han convertido en sus rivales desde la crisis financiera, DBRS Inc., Kroll Bond Rating Agency Inc. y Morningstar Inc.

El análisis de The Journal sugiere que un remedio de regulación clave para mejorar la calidad de las calificaciones -promover la competencia- ha resultado contraproducente. Los nuevos rivales solían darles calificaciones más altas a los bonos que las firmas importantes. A través de la mayoría de los segmentos de finanzas estructuradas, DBRS, Kroll y Morningstar fueron más propensas a otorgar calificaciones más altas que Moody's, S&P y Fitch para los mismos bonos. En ocasiones, una firma llamaba chatarra a un valor y otra le daba calificación triple A al considerarlo súper seguro.

Las firmas calificadoras afirman que no dejan que las empresas influyan en las calificaciones. "Simplemente tener una calificación más alta o baja en un trato no te hace menos o más agresivo. Sólo hace que tengas razón o no a largo plazo", indica Kunal Kapoor, director ejecutivo

de Morningstar, que adquirió a DBRS el mes pasado. "Apoyo firmemente nuestra metodología".

Moody's menciona que "los ajustes habituales que hacemos en nuestros modelos, metodologías y suposiciones reflejan condiciones en evolución del mercado". Fitch señala, "estamos enfocados exclusivamente en acertar al crédito". S&P dice, "competimos con base en excelencia analítica" y "ningún modelo de negocio de calificación está inmune a potenciales conflictos de interés". Kroll apunta que desde que entró al mercado en el 2011, "hemos obligado a agencias en funciones a hacer una mejor investigación y reexaminar sectores desatendidos que antes pasaban por alto".

Divulgaciones de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) muestran que las comisiones por calificar tratos estructurados pueden superar el millón de dólares. El ingreso de la industria aumentó 20%, a 7.1 mil millones de dólares del 2016 al 2017, muestran los datos más recientes de la SEC. Las acciones de S&P y Moody's multiplicaron más de ocho veces su valor en la última década y sus acciones alcanzaron sus niveles más altos la semana pasada.

FALLA SISTÉMICA

Detrás de la inflación de las calificaciones hay una falla, reconocida desde hace mucho, que Washington no reparó: las entidades que emiten bonos -gobiernos estatales y locales, financiadores de hoteles y centros comerciales, compañías-también pagan por sus calificaciones. Los emisores tienen un incentivo para contratar a la firma calificadora más indulgente, debido a que los pagos de intere-

ses son más bajos para los bonos con calificaciones más altas. Una mayor competencia permite que los emisores comparen más fácilmente en busca del mejor resultado.

El centro turístico Four Seasons Resort Maui at Wailea, propiedad del multimillonario Michael Dell y que ofrece suites frente al mar que pueden costar 14 mil 500 dólares la noche, pidió más préstamos y ganó calificaciones más altas. En el 2014, los banqueros de inversión del hotel contrataron a Morningstar para que calificara una venta de bonos de 350 millones de dólares respaldada por la hipoteca de la propiedad. Morningstar le dio calificaciones a seis rebanadas de la deuda que iban desde triple A, que se anticipa que resistan una Gran Depresión, hasta 14 peldaños por debajo a una sola B, que significa susceptibilidad a pérdidas en una recesión leve.

Cuando el centro turístico refinanció su deuda en el 2017 en un trato de 469 millones de dólares, los banqueros eligieron a DBRS como una de dos firmas para calificar la deuda. DBRS acababa de relajar sus estándares para ese tipo de tratos con hipotecas comerciales "de un solo activo". DBRS emitió calificaciones hasta tres peldaños por encima a rebanadas comparables calificadas por Morningstar en el 2014.

La participación de mercado de DBRS se duplicó al 26% a los pocos meses del cambio, de acuerdo con Commercial Mortgage Alert, una publicación de la industria.

En junio del 2018, Morningstar renovó su metodología para estos tratos y su participación de mercado se recuperó velozmente. Fue una de las dos firmas elegidas por los banqueros del hotel en Maui para calificar su oferta siguiente, un trato en 2019 por 650 millones de dólares.

Analistas de calificaciones señalan que sus firmas han perdido tratos debido a que no otorgaban las calificaciones deseadas. "Supongo que es el reverso de la moneda, ¿o no?, de tener más competencia entre las agencias calificadoras", dijo Huxley Somerville, analista senior en Fitch Ratings, en junio, después de que Fitch perdió ante otra firma para calificar el trato de un centro comercial.

Edición del artículo original