

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

Febrero 2 de 2012

## Agencias calificadoras de riesgo: conflictos de interés, poder de mercado y nexos regulatorios

La actual crisis financiera internacional (2007-2012) nos ha revelado (...a voces, que muchos aún no quieren escuchar) las profundas fallas regulatorias existentes a nivel global. Una de los temas más sobresalientes ha sido la función reactiva y nada propositiva de las agencias calificadoras de riesgo (ACR), donde se destacan a nivel global Moody's, Standard & Poor's y Fitch, generando una "colusión implícita" de difícil manejo. Fueron estas ACR las que "graduaron" los créditos hipotecarios *subprime* como papeles de bajo riesgo, tras el ingenio de Wall Street de titularizar y crear los *Credit Default Swaps* (ver *Comentario Económico del Día* 19 de enero de 2012). Vale la pena repicar sobre cuáles son los problemas institucionales de las ACR y las propuestas para solucionarlos.

Como es sabido, Basilea II proponía un papel protagónico para las ACR, al recargar en ellas la valoración de los activos financieros y de sus riesgos. Tras semejante fiasco de miopía financiera (2000-2007), similar a la observada con la deuda latinoamericana durante los años noventa, Basilea III y la propia Ley Dodd-Frank buscan reducir el papel de las ACR, pero es evidente que ellas son un "mal necesario", pues no existe un sustituto viable a nivel global.

En materia de riesgo soberano, las ACR han reaccionado tarde en los casos de los graves desbalances fiscales de la llamada "periferia" de Europa. Sólo cuando ya era evidente la cuasicesación de pagos, con reestructuraciones viniendo, se degradaron las calificaciones al umbral especulativo. Finalmente, las ACR se envalentonaron hasta quitarle el triple A a Estados Unidos y Francia en 2011, cuyas perspectivas fiscales son, sin lugar a dudas, exigentes en el horizonte 2012-2016.

En el plano financiero, las ACR seguirán teniendo un rol clave a la hora de determinar la salud financiera de las entidades con potencial de contagio sistémico, pues así se determinará en qué tipo de instrumentos pueden invertir los fondos de pensiones, cuál es la calidad del capital bancario o qué instrumentos son elegibles para operaciones con los bancos centrales.

Estos requerimientos regulatorios y la baja competencia del mercado evaluador han permitido que las ACR disfruten de un mercado "pulpito". Esto es paradójico, cuando las propias multilaterales (FMI-Banco Mundial) han venido señalando cómo las ACR no hicieron la "debida diligencia" a nivel global durante el período de auge 2000-2007.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

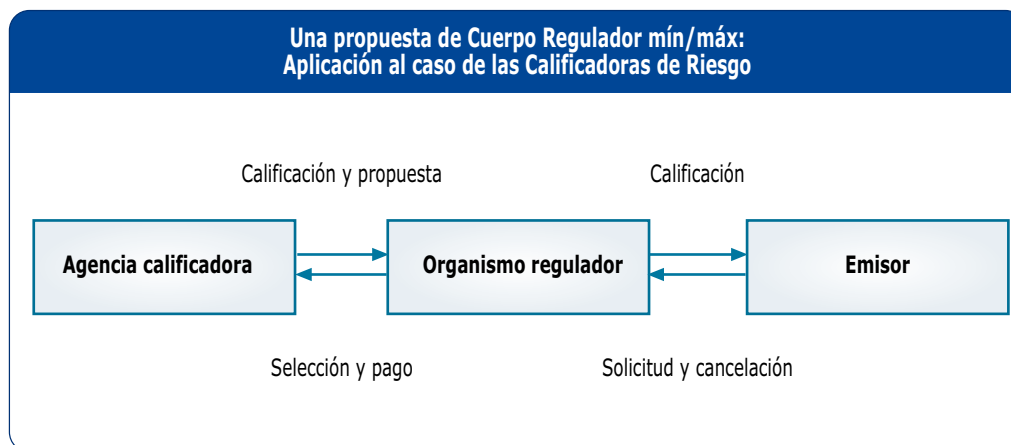
Con la colaboración de Alejandro González

Anif, entre muchos analistas, ha venido enfatizando los conflictos de interés existentes entre quienes piden ser evaluados (los emisores) y los evaluadores (las ACR) - ver *Comentario Económico del Día* 17 de junio de 2009. Dado que es el emisor quien paga, éstos terminan “comprando” el grado de su calificación al mejor postor, en vez de tener un sistema central de asignación, como el que hemos venido recomendando (ver gráfico adjunto). Las ACR “escurren el bulto” mencionando que sus conceptos son meras opiniones y no recomendaciones para invertir, lo cual contrasta con el uso común que hace el mercado de ellos.

Las soluciones regulatorias no son sencillas. La Ley Dodd-Frank de 2010 obligó a las ACR a tener responsabilidad legal por sus recomendaciones, forzándolas a divulgar sus metodologías y a mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. El G20 ha puesto de relieve la necesidad de buscar alternativas a las calificaciones de riesgo para determinar la adecuación del capital bancario, los márgenes, los requerimientos de los fondos, etc. Ello ha redundado en algunos cambios, como el registro de títulos o nuevas reglas de medición de los estándares de capital implementadas por la SEC, pero están lejos de obviar el papel de las ACR.

Se ha propuesto instituir los *Credit Default Swaps* como una medida de calidad-riesgo, pero su mercado es imperfecto y algo procíclico. También se ha mencionado la importancia de rotar a las ACR entre la clientela, lo cual tendría la ventaja de exponer los mismos emisores a diferentes evaluadores, pero esas ACR han mencionado que ello conllevaría elevados costos de aprendizaje, los cuales (en nuestra opinión) se justifican a la hora de la transparencia y objetividad. Una tercera idea consiste en fortalecer las ACR de los países emergentes, de tal manera que estas empiecen a hacerles contrapeso al oligopolio del mundo desarrollado, (concentrado en los Estados Unidos). Finalmente, se está discutiendo la idea de prohibir a las ACR ofrecer calificaciones sobre títulos emitidos por empresas de su holding, la cual luce poco práctica y de bajo calado correctivo.

En síntesis, lograr que el mercado de las ACR sea más fluido y competido no luce fácil en el corto plazo. Uno de los elementos a mano es instituir el esquema que Anif ha venido proponiendo para aumentar la competencia a través de asignaciones vía el regulador, el cual se interpondría entre el emisor y la ACR en un esquema tipo mín-máx (mínimo conflicto de interés, máxima eficiencia en la evaluación). Con ello se tendrían calificaciones más objetivas, aunque eso no limita la obligación de los inversionistas de hacer una apropiada debida diligencia sobre las emisiones.



Fuente: Anif.