

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Noviembre 19 de 2014

Las calificadoras de riesgo pos-Lehman (2009-2014)

La Gran Recesión (2008-2013) develó graves conflictos de interés entre las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACRs) y los emisores de valores, quienes aún hoy día les pagan directamente a ellas por sus servicios de evaluación. Recordemos que fueron las ACRs quienes terminaron “graduando” de triple-As complejos instrumentos financieros (*Mortgage Backed Securities* y *Collateralized Debt Obligations*), los cuales, en sus orígenes, se habían emitido a personas/entidades *sub-prime*, precisamente por encerrar elevados riesgos financieros (ver *Comentario Económico del Día* 17 de junio de 2009).

La teoría financiera indica que la razón de la existencia de las ACRs debería ser la de ayudar a superar problemas de asimetrías de información que surgen entre los inversionistas y los emisores. Sin embargo, la relación ACR (agente) y emisor (principal) claramente se contamina cuando el segundo le paga directamente al primero por obtener dicha calificación. Es decir, el emisor termina “comprando” su calificación al mejor postor (ver *Comentario Económico del Día* 2 de febrero de 2012).

En consecuencia, la regulación global ha tratado de romper ese vínculo pernicioso entre ACRs-emisor. Por ejemplo, en la Zona Euro se creó la *European Securities and Markets Authority* para monitorear a las ACRs, entre otras funciones. En el caso de los Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank de 2010 estableció que el Fed y la *Securities and Exchange Commission* (SEC) deberían endurecer la normatividad respectiva. También se estipuló que las ACRs debían tener responsabilidad legal por sus recomendaciones (tal como se habían hecho solidarias a las firmas contables revisoras de balances con la crisis de Enron). Adicionalmente, se creó el *Office of Credit Ratings* para supervisarlas. La mala noticia es que la SEC aún no ha expedido dicha regulación, la cual estaba prevista para mayo de 2011.

A pesar de que esas leyes también eliminaron la obligatoriedad de contar con las ACRs, ellas continúan ejerciendo su oligopolio global (Moody's, S&P y Fitch), dominando el 95% del mercado. De facto, las ACRs permanecen como un “mal ineludible”. Curiosamente, durante el período pos-Lehman (2009-2014), las ACRs han incrementado sus negocios y ganancias de forma sustantiva. Por ejemplo, estas tres grandes ACRs han obtenido ganancias equivalentes al 40%-50% de sus ingresos (ver *The Economist*, abril 19 de 2014). Esto se explica por el auge del mercado de bonos que trajo la descomunal inyección de liquidez del Fed durante noviembre de 2008-octubre de 2014, aumentando las emisiones de bonos en Estados Unidos de US\$5.848 billones (35.7% del PIB) a US\$6.408 billones (43.6% del PIB).

A nivel local, la historia no es diferente y, de hecho, ya se tiene presencia de dichos conglomerados. Por ejemplo, en octubre de 2014, S&P adquirió a la calificadora colombiana *BRC Investor Services*. Adicionalmente, Colombia solo cuenta con 6 emisores locales “*high yield*” (vs. 37 en Brasil y 33 en México),

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

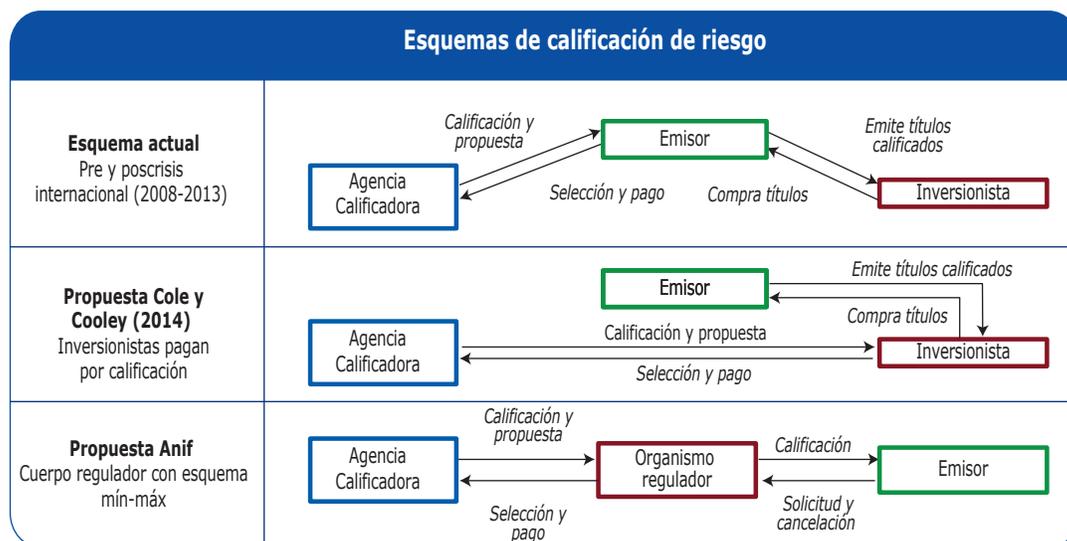
lo cual sugiere la existencia de muy pocos incentivos, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, para profundizar este mercado, el cual también se caracteriza por una “clara inflación de notas”, producto del indeseable vínculo de pago directo del emisor a la ACR.

Para intentar romper dichos conflictos de interés, Cole y Cooley (ver “*Rating Agencies*”, marzo de 2014) han propuesto que los inversionistas, quienes son los que compran las emisiones, paguen directamente a las ACRs por las calificaciones de los títulos, ver gráfico adjunto. Sin embargo, estos autores también señalan que los inversionistas podrían tener incentivos para no divulgar esas calificaciones, lo cual atentaría contra la transparencia del mercado, conllevando a valoraciones inadecuadas de dichos títulos.

Alternativamente, Anif lleva años proponiendo un esquema donde se elimina la negociación directa entre el emisor y la ACR (ver *Comentario Económico del Día* 17 de junio de 2009). Este esquema consiste en crear un organismo central de carácter público (entidad reguladora) que se interponga entre ambos agentes y que opere como repartidor aleatorio de los casos. Así, el emisor solicita la calificación, pero este no sabe a qué calificadoradora le corresponderá adelantar la tarea.

De esta manera, el emisor le paga *ex-ante* al regulador por la solicitud de calificación (frente a propuestas de las ACRs ante la autoridad) y este último asigna la tarea evaluativa realizando un proceso mín/máx: mínimo conflicto de interés y máxima eficiencia del proceso evaluativo. Claramente, las calificadoras entrarían en un proceso de competencia frente al regulador, que es lo que se requiere. Gracias a ello, los emisores recibirían calificaciones objetivas, desligadas del costo de las mismas y sin conflictos de interés de por medio.

En síntesis, los conflictos de interés del modelo de las ACRs persisten, pese a que estas salieron mal libradas de la reciente crisis (2008-2013) en materia reputacional, pero (oh paradoja) les ha ido aún mejor en términos de ganancias en el período pos-Lehman (2009-2014). Ante esto, hemos venido proponiendo aumentar la competencia entre las ACRs y eliminar los pagos directos de los emisores a las ACRs, interponiendo en la tarea de asignación al regulador/supervisor de cada país. Con ello, se rompería el oligopolio de este mercado y se tendrían calificaciones “ciegas” y más objetivas.



Fuente: elaboración Anif.