

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

¿SON REALMENTE CULPABLES?



GAIZKA ORMAZABAL
Profesor Adjunto,
Contabilidad y Control,
IESE

Muchos han acusado a las agencias de calificación crediticia por su papel en la debacle financiera del 2008, pero tal vez sus opiniones sobre el riesgo crediticio de las titularizaciones financieras fueron el reflejo de un exceso de confianza generalizado en los mercados de capitales.

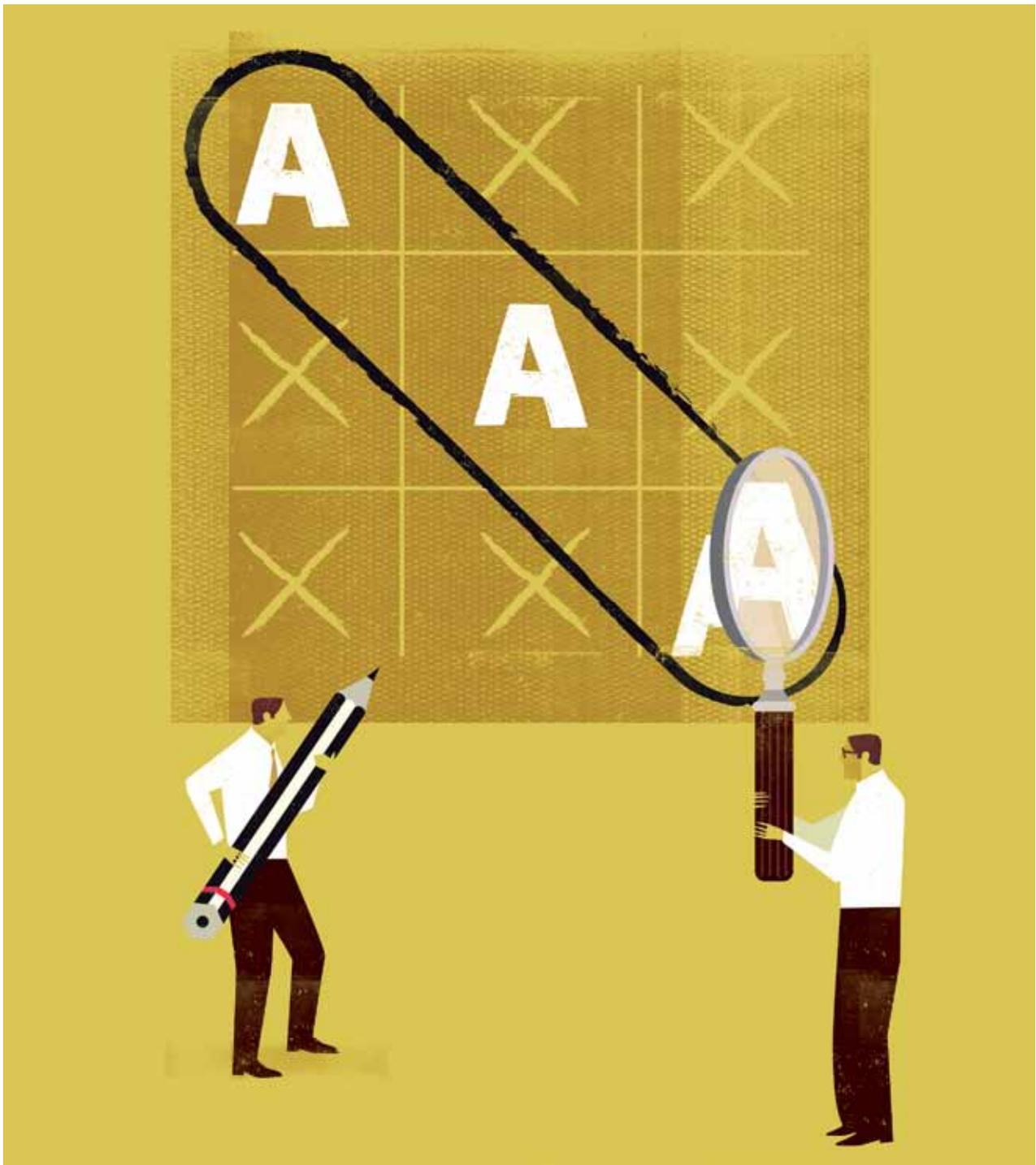
Las agencias de calificación crediticia, como Moody's, Standard & Poor's y Fitch, han sido ampliamente criticadas por su papel en la crisis financiera. Se dice que subestimaron el riesgo de miles de millones de dólares invertidos en titularizaciones hipotecarias, permitiendo así que las instituciones financieras asumieran riesgos excesivos a expensas de los contribuyentes. La protesta popular dio pie a iniciativas reguladoras, como la reforma estadounidense del sector financiero (Dodd-Frank) y la Ley Federal de Protección al Consumidor del 2010, en las que la regulación de las agencias se considera un mecanismo importante para asegurar una mejor protección de los inversores.

Para entender la controversia relativa al papel de las agencias de calificación en las titularizaciones financieras, puede ser útil analizar cómo funciona este proceso: ¿en qué consiste la titularización de activos? ¿Tienen estas transacciones algún fundamento económico o son meros subterfugios? ¿Qué papel tienen las calificaciones crediticias (*ratings*) en la titularización de activos financieros?

En una titularización, una empresa (el emisor o *issuer*) transfiere activos a una entidad administradora (el administrador, *special purpose entity* o SPE). En el caso de entidades financieras, estos activos suelen ser hipotecas, préstamos u otro tipo de créditos. La SPE es una entidad legal establecida con el doble propósito de gestionar los

activos y atraer inversiones a través de la emisión de valores negociables, basados en los flujos de caja generados por los activos transferidos a la SPE. En la mayoría de los casos, el emisor se reserva una parte de los activos, por lo general la de mayor riesgo, con el fin de reducir la incertidumbre asociada a esos títulos financieros. El resto de activos se dividen y agrupan para minimizar el riesgo de los valores emitidos por la SPE. En teoría, la gran ventaja del proceso de titularización es que es una vía importante de financiación para el emisor, a la vez que ofrece a los inversores interesantes posibilidades de inversión y diversificación. Además, al ser la SPE una entidad legalmente independiente, los compradores de los títulos financieros no pueden apropiarse de los activos del emisor en caso de quiebra de la SPE, por lo que el riesgo crediticio del emisor no se ve afectado.

Uno de los problemas de estas transacciones es que el emisor conoce la calidad de los activos titularizados mejor que los inversores. Esto es problemático, porque los inversores se protegen del riesgo de ser engañados mediante la aplicación de un descuento implícito en el precio que están dispuestos a pagar por esos valores. El papel de las agencias de calificación es mitigar este problema, ofreciendo juicios sobre la probabilidad de impago en los valores emitidos por la SPE. No obstante, la necesidad de este proceso de intermediación es cuestionable. ¿Por qué son tan importantes estas calificaciones crediticias si, al fin y al cabo, no son más que opiniones de la agencia de calificación?, ¿por qué debería ser más acer-



tado el juicio de un reducido grupo de analistas de una agencia de calificación que la evaluación de miles de sofisticados inversores que tienen importantes intereses económicos en esos valores? ¿Es posible que los inversores tengan más en cuenta el dictamen de los expertos de las agencias de calificación que sus propias evaluaciones de riesgo? De hecho, estas agencias tienen acce-

so a información privilegiada sobre las empresas a las que califican.

Aunque es posible que las evaluaciones de las agencias de calificación sean de más calidad que las del mercado, al analizar la influencia de estos *ratings*, también hay que considerar que la regulación financiera ha contribuido de forma significativa a que las agencias de calificación tengan un

EL SISTEMA ACTUAL INCENTIVA QUE QUIEN EMITE LA TITULARIZACIÓN ESCOJA LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN QUE TENGA MEJOR OPINIÓN DE LA EMPRESA

papel importante en los mercados de capitales. A partir de los años treinta, la regulación financiera exige que se integren los *ratings* en la evaluación de inversiones. Las calificaciones crediticias establecen, con fuerza de ley, la cantidad de patrimonio neto que bancos y otras instituciones financieras deben mantener en sus balances. Las entidades financieras reguladas tienen un límite en el riesgo que pueden asumir, que se calcula como el ratio entre el patrimonio neto que la compañía tiene en su balance y la suma de sus activos, ponderados por su riesgo. Estos pesos o ponderaciones los definen los organismos reguladores, basándose en una clasificación de activos y en calificaciones crediticias: cuanto mejores sean los *ratings*, más alto será el riesgo que se considera asumible y, por tanto, también será mayor el nivel de apalancamiento financiero que se permita adoptar a la empresa. Recordemos que un mayor apalancamiento implica un mayor riesgo de impago, pero también un mayor retorno para los accionistas.

Los efectos regulatorios de las calificaciones crediticias no se limitan a los bancos y las compañías de seguros. De hecho, la regulación financiera también establece que ciertos fondos de inversión no pueden invertir en activos con una calificación inferior a AAA. Sin embargo, a pesar de que AAA es la máxima calificación crediticia y, por tanto, los activos así calificados se consideran de muy bajo riesgo, lo cierto es que, paradójicamente, los títulos financieros calificados como AAA tuvieron un papel central en la crisis financiera de 2007-2009.

Una vez analizada la importancia de estas calificaciones de deuda, la siguiente pregunta que deberíamos plantearnos es: ¿Por qué estas empresas emitirían calificaciones infladas, poniendo en riesgo su reputación, si la fiabilidad es parte esencial de su modelo empresarial? La respuesta radica en los incentivos creados y en la falta de competencia en el sector. Para entender el problema, primero hay que analizar quién paga estas calificaciones. Aunque al principio eran los inversores los que pagaban a las agencias de calificación, el modelo *investor*

pays (el inversor paga) pronto se hizo impracticable por varias razones. En primer lugar, nadie quería pagar por una información que acabaría siendo pública. Por otro lado, los inversores presionaban a las agencias de calificación para que subestimaran el riesgo de los activos, y así eludir ciertos requerimientos regulatorios. Este sistema se sustituyó por el modelo *issuer pays* (el emisor paga), donde los emisores pagan a las agencias de calificación para evaluar a sus empresas y proporcionar esta información a los inversores. Por desgracia, este sistema es también problemático, porque incentiva que quien emite la titularización escoja a la agencia de calificación que tenga mejor opinión de la empresa.

Aunque la competencia entre agencias de calificación podría mitigar este problema, los organismos reguladores han dificultado de forma significativa la entrada en el sector. En 1975, al establecer un marco jurídico para el registro de organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO), el organismo regulador del mercado de valores de Estados Unidos (Securities and Exchange Commission, SEC) incrementó el poder de mercado de las tres principales agencias de calificación.

LA EVIDENCIA EMPÍRICA

● Desde el estallido de la crisis financiera, la impresión generalizada ha sido que se inflaban las calificaciones crediticias de las titularizaciones financieras. Pero, ¿estamos seguros de que no hay ninguna explicación alternativa? Por ejemplo, quizá las calificaciones crediticias emitidas antes de 2007 eran, en parte, correctas, y reconocían el riesgo de los activos titularizados, pero se vieron afectadas por una percepción errónea del riesgo crediticio que prevalecía no solo entre las agencias de calificación, sino también entre los inversores sofisticados y los expertos financieros. Una hipótesis aún más extrema es que las calificaciones crediticias eran acertadas y reflejaban el subyacente riesgo crediticio de los activos titularizados. De hecho, una calificación AAA signi-

fica que la probabilidad de impago es muy baja, pero no nula.

Para juzgar con conocimiento de causa la diligencia de las agencias de calificación en la evaluación del riesgo de activos titularizados, es necesario saber si, en el periodo anterior a la crisis, estas agencias hacían caso omiso del riesgo generado por las titularizaciones. Esta es la cuestión que, junto con mis coautores, analizo en el artículo "Asset Securitizations and Credit Risk"¹, que investiga las evaluaciones de la solvencia crediticia de los grandes *holdings* bancarios, y revela una marcada diferencia entre la manera en que el riesgo fue evaluado por el mercado de bonos y por la agencia de calificación Standard & Poor's.

En su evaluación del riesgo, el mercado de bonos percibía que las titularizaciones emitidas por los bancos afectaban el riesgo crediticio de esas entidades financieras. Este fenómeno se observa en todos los tipos de titularizaciones: hipotecarias, crédito al consumo y préstamos comerciales. En cambio, las calificaciones de Standard & Poor's reflejaban solamente el riesgo de la parte de las titularizaciones hipotecarias en las que el emisor retenía la propiedad. En otras palabras, las calificaciones de deuda de los bancos parecían ignorar las titularizaciones vendidas a los inversores. ¿En qué se podría basar el mercado para reconocer el riesgo de unos activos vendidos y, por tanto, teóricamente desligados del banco emisor? De hecho, la normativa contable dictaba que los activos titularizados vendidos a los inversores no debían incluirse en el balance del banco. La razón es que las entidades emisoras mantenían vínculos con esos activos en forma de garantías implícitas y por tanto esas titularizaciones probablemente afectaban el riesgo crediticio del banco.

Esta evidencia empírica no es compatible con la idea de que los *ratings* reflejaban un error generalizado en el mercado. Más bien, la desconexión entre calificaciones de deuda y titularizaciones sugiere que las agencias de calificación subestimaron el riesgo de estos activos.

LA SOLUCIÓN

● Las soluciones a los problemas
● en el sector de la calificación de deuda pueden clasificarse en dos grandes grupos. El primer enfoque estima que, dado el importante papel de las calificaciones de deuda en los requerimientos regulatorios, las agencias de calificación deberían estar reguladas igual que los bancos y que las compañías de seguros. El segundo enfoque considera que las opiniones de las agencias de calificación deberían estar desvinculadas de la regulación financiera y equipararse a las de los analistas y asesores financieros; es decir, que corran a cuenta y riesgo del inversor.

Estos dos planteamientos han dado pie a diversas soluciones específicas. Las recientes iniciativas regulatorias insisten en incrementar la supervisión de las agencias de calificación. La reforma de Wall Street de Dodd-Frank estableció una nueva oficina de agencias de calificación crediticia en la SEC para estrechar el control y establecer nuevas reglas de transparencia y penalizaciones. En la Unión Europea se ha propuesto el registro obligatorio en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y la obligación por parte de las empresas de alternar su agencia de calificación.

Sin embargo, existen otras soluciones que hacen menos hincapié en la supervisión reguladora. Por ejemplo, algunos proponen centralizar la asignación de agencias de calificación (es decir, sería un organismo central, y no la empresa, el que escogería la agencia que calificaría la deuda de esa empresa). Otros recomiendan desvincular las calificaciones de deuda de los requerimientos regulatorios.

Finalmente, también hay quien sugiere que la solución radica en conseguir que el sector de calificación crediticia sea más competitivo, eliminando o reduciendo los requisitos para obtener el estatus de NR-SRO. Por desgracia, todas estas propuestas tienen ciertas desventajas y dificultades de implementación que requieren un análisis detallado y que, probablemente, mantendrán vivo el debate en el futuro.

LA DESCONEXIÓN ENTRE CALIFICACIONES DE DEUDA Y TITULARIZA- CIONES SUGIERE QUE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN SUBESTIMARON EL RIESGO DE ESTOS ACTIVOS

PARA SABER MÁS:

¹ Barth, M.E.; Ormazabal, G.; Taylor, D.J.: "Asset Securitizations and Credit Risk", *The Accounting Review*, vol. 87, N.º 2, marzo, 2012, pp. 423-448.