



# CALIFICACIONES EN JUEGO

*Panayotis Gavras*

**Las calificadoras de riesgo privadas se ven forzadas a cumplir una función pública porque los reguladores no han encontrado una alternativa**

**L**AS CALIFICADORAS de riesgo se han transformado en una parte esencial del panorama financiero. Estas instituciones privadas evalúan el riesgo crediticio de empresas y gobiernos que desean obtener préstamos y emitir títulos de renta fija como bonos. Su uso está tan arraigado que los prestatarios potenciales a menudo necesitan una calificación crediticia para poder captar fondos en los mercados de capital. Las calificaciones les dan a los posibles prestamistas una idea de la solvencia del prestatario, lo cual contribuye a la determinación de la tasa de interés —es decir, del precio— que el prestatario debe pagar por el financiamiento.

Pero las evaluaciones de estas calificadoras de riesgo privadas, que están pensadas para los mercados financieros privados, han pasado al dominio público. Los reguladores del mundo entero las utilizan, por ejemplo, para evaluar el riesgo de las carteras bancarias y para determinar cuánto capital debe mantener una institución para protegerse de la insolvencia. Dado el creciente énfasis que ponen los reguladores en el riesgo como base de la adecuación del capital, las evaluaciones de las calificadoras se han transformado, en efecto, en un bien público.

El hecho de que estas instituciones —principalmente, Standard & Poor's, Moody's y Fitch

(véase el recuadro 1)— hayan pasado a formar parte del dominio regulatorio público ha tenido dos consecuencias. Primero, alteró la naturaleza de la regulación bancaria, que abandonó porcentajes fijos y estáticos a favor de calificaciones dinámicas que pueden cambiar según la evaluación del riesgo crediticio. El sistema es ahora más sofisticado, pero también es más complejo y plantea la posibilidad de evaluaciones incorrectas, desactualizadas o engañosas. Segundo, condujo al arraigamiento de entidades privadas en el ámbito regulatorio, que normalmente está reservado para el sector público. Pero poco se ha dicho sobre la posibilidad de un conflicto de intereses grave entre los objetivos de calificadoras de riesgo privadas que intentan maximizar el valor para los accionistas y los objetivos de la función regulatoria que desempeñan, aun si no buscaron asumirla.

Mientras las autoridades se replantean las fallas de regulación y supervisión que ocurrieron durante la gestación de la crisis internacional, deben examinar la dependencia de las calificadoras de riesgo. Aunque toda evaluación debe tener en cuenta el costo de hacer cambios, existen varias posibilidades, como la de reformar las calificadoras de riesgo, colocarlas bajo control público o encontrarles alternativa.

## Evolución de las calificaciones de riesgo

A medida que los mercados financieros crecieron en complejidad, las oportunidades de captación de fondos se multiplicaron drásticamente, y para los prestamistas fue más difícil obtener información exhaustiva sobre los posibles prestatarios. Gracias a las economías de escala, las calificadoras de riesgo pueden ofrecer servicios de información económicos que reducen la brecha entre lo que sabe un inversionista sobre un prestatario y lo que sabe el prestatario, asignándole a cada uno de estos una calificación. Al corregir la asimetría de información entre prestatarios y prestamistas, las calificadoras promueven la liquidez de los mercados, ya que incrementan la actividad financiera y recortan los costos. Los prestatarios mejor calificados por lo general gozan de un acceso más amplio y fácil al financiamiento a un costo más bajo, al estimarse que plantean menos riesgos y tienen más probabilidades de devolver todo lo que deben, incluso los intereses. Muchas veces, las calificaciones representan el punto de referencia inicial en el proceso de diligencia debida.

Aunque las calificadoras de riesgo son empresas privadas, su función en los marcos regulatorios financieros se ha ampliado desde la década de 1970, sobre todo como resultado de un acuerdo internacional para evaluar las carteras bancarias sobre la base del riesgo de sus activos y fijar en consecuencia los niveles de capitalización exigidos: ese Acuerdo de Basilea II buscó matizar las normas regulatorias (véase el recuadro 2). Una justificación clave para incorporar las valoraciones de las calificadoras de riesgo fue que ofrecían un método de medición del riesgo crediticio más sofisticado que la práctica regulatoria más sencilla de basar las exigencias de capital en un porcentaje fijo del total de activos, que era la que utilizaba el Acuerdo de Basilea I y que no permitía tanta diferenciación.

### Componente inseparable

Tras la crisis, el debate sobre la función de las calificadoras de riesgo en la regulación financiera se ha centrado en cuestiones tales como el conflicto de intereses y la idoneidad del desempeño. Lo que se desea saber es cómo se asignan las calificaciones, qué es lo que se califica, y si las calificaciones alimentaron el auge de crédito previo a la crisis y las burbujas de activos resultantes, y provocaron un efecto contrario y pernicioso después de la crisis. Estas son inquietudes válidas, pero también ponen de relieve en

Recuadro 1

#### Las tres grandes

Las calificadoras de riesgo, algunas de las cuales se remontan al siglo XIX, evalúan el riesgo crediticio de títulos de deuda emitidos por empresas y gobiernos, y de productos de inversión tales como las obligaciones de deuda garantizadas. Por lo general, asignan una calificación que va desde la calidad más alta con poco riesgo hasta la calidad más baja con una probabilidad de reembolso mínima o nula.

La industria está dominada por tres firmas: Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Moody's y Standard & Poor's tienen sus oficinas centrales en Nueva York y manejan respectivamente alrededor de 40% del mercado internacional. Fitch, que opera desde Nueva York y Londres, maneja alrededor de 10%. Hay empresas más pequeñas distribuidas por todo el mundo, que en su mayoría se especializan en ciertos países o productos.

qué medida las calificadoras de riesgo se han convertido en un componente inseparable del sistema financiero, de manera tal que ocupan el lugar de la diligencia debida en vez de complementar una toma de decisiones informada (BPI, 2009). Este hecho es, en parte, resultado de las estrategias de inversión de bancos, fondos de inversión y otras entidades privadas. Sin embargo, refleja principalmente la función institucionalizada de las calificadoras en actividades de política pública, sobre todo en la regulación bancaria pero también en ámbitos como la determinación de las garantías aceptables para las operaciones de los bancos centrales y las decisiones de inversión de fondos bajo control o administración pública, como las cajas de pensiones.

El uso de estas calificaciones en la regulación financiera equivale tanto a la privatización del proceso regulatorio —de por sí responsabilidad del Estado— como a la abdicación por parte de los gobiernos de una de sus principales obligaciones a cambio de supuestos beneficios como costos de regulación más bajos, mayor eficiencia y matices más precisos.

### Un tipo de fracaso gubernamental

Esta cesión de la responsabilidad regulatoria a empresas privadas puede considerarse un ejemplo de fracaso gubernamental porque, de hecho, el Estado transfiere la autoridad regulatoria a empresas privadas pero conserva la responsabilidad del resultado global. Esto es problemático por varias razones:

- Las calificadoras de riesgo buscan incrementar al máximo las utilidades y el valor para el accionariado. Aunque tienen fuertes incentivos para suministrar información fidedigna, no tienen el mismo mandato que una entidad regulatoria encargada de suministrar información velando por los intereses del público. Cuando la motivación privada y el imperativo público no son del todo compatibles, existe la posibilidad de conflicto y confusión. Uno o ambos pueden resentirse. Si se resiente el imperativo público, el proceso regulatorio pierde credibilidad.

- La habilitación y regulación de las calificadoras de riesgo son extraordinariamente limitadas (Katz, Salinas y Stephanou, 2009). Estas empresas son seleccionadas principalmente por su reconocimiento en el mercado, y no por habilitaciones o exigencias regulatorias codificadas. Los sistemas de evaluación y convalidación de las metodologías empleadas, los procesos de autorización de las calificadoras y los sistemas de monitoreo para exigir la rendición de cuentas han sido débiles y, en el mejor de los casos, superficiales.

- Aun si una calificadora tiene una trayectoria excelente, existe el riesgo de erosión de la credibilidad del proceso regulatorio porque las calificaciones son de por sí falibles y dependen de juicios subjetivos. En el mercado, si una calificadora pierde credibilidad más allá de cierto nivel, los clientes la abandonarán y terminará quebrando. Pero si una calificadora forma parte del marco regulatorio, sus errores pueden acarrear graves implicaciones; incluso si puede terminar eliminada del proceso, ¿cómo puede quebrar mientras forme parte del marco regulatorio? ¿Quién asumirá la responsabilidad si sus opiniones producen distorsiones, sobre todo si las instituciones financieras terminan reservando un capital insuficiente? Una calificación equivocada puede inducir a error a quienes de ella dependen, con un costo muy elevado. Las calificadoras de riesgo siempre advierten que sus calificaciones son meramente opiniones y que no se hacen

responsables si la regulación refleja el resultado de una calificación. Quizás entiendan la naturaleza del problema mejor que las autoridades públicas.

- Los cambios de calificación mueven los mercados, afectando al valor de los activos y, por ende, las exigencias de capitalización. También determinan si esos activos pueden emplearse como garantía. Esto no es malo de por sí (de hecho, la finalidad de esos cambios es influir en las evaluaciones del riesgo y los precios de los activos), pero un cambio puede causar una desestabilización repentina, agudizar innecesariamente la volatilidad, o causar un ajuste excesivo del valor de un activo, particularmente cuando se trata de una rebaja de la calificación. Por lo tanto, los cambios de calificación pueden provocar crisis de origen regulatorio. Además, la importancia abrumadora de las calificaciones de riesgo erosiona o incluso neutraliza la diligencia debida de los inversionistas cuyas decisiones están sujetas a una calificación (por ejemplo, ciertas cajas de pensiones).

- Las calificadoras de riesgo ejercen desde hace mucho tiempo una influencia considerable en los movimientos de los mercados debido a la fe que les tienen quienes exigen sus servicios. La consagración de su función en el orden regulatorio multiplica ese poder potencial. Al mismo tiempo, distorsiona la competencia en una industria que tiene tendencias oligopolísticas, dado que los consumidores se benefician no solo al poder comparar diferentes clases de activos con un solo sistema de calificación, sino también al no tener que descifrar las metodologías de numerosas calificadoras. Para los usuarios, un número más limitado de instituciones hace que las cosas sean mejores y más fáciles.

Además, aun si las calificadoras privadas hacen un trabajo admirable, siempre existe la posibilidad de una apariencia de incorrección, incluida la sospecha de que las calificaciones están afectadas consciente o inconscientemente por el hecho de que quien les paga a las calificadoras es el prestatario potencial, no el prestamista. La posibilidad de una incorrección puede socavar la credibilidad del proceso tan fácilmente como una infracción real.

## El camino por delante

Como las exigencias de capitalización constituyen una faceta importante del marco regulatorio global, y las calificaciones de crédito son

fundamentales para determinarlas, toda reforma regulatoria posterior a la crisis debe tener en cuenta la función de las calificadoras. Hay por lo menos cuatro direcciones que podría seguir la reforma.

**Afianzamiento de la regulación:** Esto implicaría modificar las reglas vigentes, pero conservando básicamente la misma función regulatoria de las calificadoras. La regulación podría ser más estricta. Por ejemplo, las autoridades podrían exigir a las calificadoras más apertura en lo que respecta a su funcionamiento. También se podrían modificar sus modalidades de remuneración para resolver conflictos de intereses. Los cargos podrían estar sujetos a regulación. Los gobiernos podrían establecer procesos más eficaces de evaluación y acreditación para las calificadoras y sus metodologías, y mejorar el control de la calidad. Se podrían crear directorios de inversionistas para solicitar calificaciones del riesgo, manteniendo una separación entre clientes y calificadoras. Los reguladores podrían reconocer la falibilidad y establecer niveles aceptables de exactitud, aunque esto plantearía interrogantes sobre los medios de recurso o resarcimiento en caso de inexactitudes. Estos enfoques, individualmente o en conjunto, podrían mitigar ciertos problemas, mejorar la exactitud y la capacidad de respuesta, y reducir el conflicto de intereses cuando la entidad que busca una calificación favorable es la misma que la paga. Sin embargo, estas reformas no pueden resolver el conflicto fundamental entre los incentivos privados y el imperativo público de la regulación que exige calificaciones precisas.

Una alternativa podría ser regular las calificadoras privadas de manera tan amplia que básicamente se transformarían en empresas de servicios públicos. Este enfoque reduciría sustancialmente el conflicto de intereses y costaría mucho menos que crear una calificadora de riesgo pública. Al mismo tiempo, plantearía interrogantes importantes sobre la selección de una entidad. ¿Estarían obligados todos los prestatarios potenciales a usar una calificadora determinada? ¿Se les pediría a las calificadoras que ofrecieran voluntariamente sus servicios? ¿Habría un proceso de selección competitivo?

**La solución pública:** Una o más calificadoras privadas podrían quedar bajo control público, o todas las entidades privadas podrían estar excluidas de la actividad regulatoria y ser reemplazadas por una institución pública nueva, que utilizaría una metodología de calificación transparente y aprobada y recibiría pagos para cubrir sus costos operativos, pero no tendría como objetivo principal el grado máximo de utilidades sino el suministro de información exacta para optimizar el proceso regulatorio. La creación de una institución tal podría superar la capacidad individual de los países y generar otros problemas, como el proteccionismo regulatorio. A la vez, lanzar esa institución a nivel supranacional sería complicado, y exigiría cooperación internacional y considerable buena fe.

La solución pública resolvería ciertos conflictos de intereses, pero podría originar otras dificultades vinculadas a la calificación de las entidades soberanas, que se estarían autocalificando o que serían calificadas por una empresa de la que son, parcial o totalmente, propietarias. Además, una institución pública tendría que adquirir credibilidad e independencia de la influencia política y demostrar ser una fuente fiable. Sería costosa porque exigiría crear una o más instituciones. Tampoco estaría a salvo de problemas como la captura regulatoria, la falibilidad de las calificaciones, las faltas de puntualidad, el riesgo moral y las repercusiones políticas emanadas de sus decisiones. Las actuales calificadoras probablemente perderían clientes.

### Recuadro 2

#### Los Acuerdos de Basilea

El Acuerdo de Basilea I, suscrito en 1988 por un foro de presidentes de bancos centrales de las 10 economías más grandes del mundo, tenía por finalidad servir de guía a los reguladores de bancos activos a escala internacional.

El grupo —conocido hoy como Comité de Supervisión Bancaria de Basilea— tiene 27 miembros y se reúne en la sede de Basilea, Suiza, del Banco de Pagos Internacionales, una organización independiente de bancos centrales.

Ha habido tres acuerdos oficiales, que abordan cuestiones tales como la determinación del monto de capital que los bancos están obligados a mantener. El Acuerdo de Basilea II se suscribió en 2004, y el Acuerdo III, que contiene un extenso conjunto de reformas, en septiembre de 2010. La implementación de sus recomendaciones aún no se ha oficializado.



### Reformas tras la crisis

Tras la crisis de 2008, las reformas se han centrado en las calificadoras de riesgo, sobre todo en Estados Unidos y en la Unión Europea (UE). En Estados Unidos, la ley Dodd-Frank dispuso una supervisión más estricta de las calificadoras para exigir una mayor divulgación y solucionar los conflictos de intereses planteados por un modelo en el que paga el usuario. La legislación también exige a los reguladores estudiar alternativas que reduzcan la dependencia de las calificadoras y preparar exámenes regulares.

La UE no tiene previsto reducir la dependencia de las calificadoras, sino que está expandiendo la regulación y modificando el modelo comercial de estas entidades. Ha propuesto reglas mucho más estrictas en cuanto a la acreditación, las exigencias de divulgación y los conflictos de intereses. Una de estas propuestas exigiría que los emisores de deuda cambiaran de calificadora cada tres años, o todos los años si una entidad califica más de 10 instrumentos de deuda consecutivos del mismo emisor.

Otras propuestas permitirían que un regulador de la UE prohibiera la publicación de calificaciones de riesgo de entidades soberanas en “circunstancias excepcionales”, y crearían una calificadora de riesgo pública para la UE.

**Restitución de reglas de capitalización más simples:** También se podría eliminar la función de las calificadoras de riesgo, y los reguladores podrían volver a instituir exigencias de capitalización simples y determinadas de antemano para los prestatarios. Lo que se pierde en términos de matices y sofisticación se gana a través de mayor sencillez y, por ende, transparencia. Las reglas serían más predecibles y fáciles de aplicar y vigilar para los reguladores. Restituyendo los coeficientes estáticos se eliminarían los errores de juicio que surgen de los cambios de calificación, aunque la determinación de los coeficientes generaría considerable controversia. Sin los conflictos de intereses de las calificadoras privadas, habría mayor transparencia y predictibilidad. La mayor simplicidad también reduciría probablemente la posibilidad de que los participantes en el mercado evadieran las regulaciones. Sin embargo, las reglas de capital simplificadas podrían encarecer la captación de fondos y dificultarla para algunas entidades, lo cual restringiría la actividad financiera y podría enfriar el crecimiento económico. Además, como las reglas más simples no diferenciarían entre los riesgos, podrían crear incentivos distorsionados para que los bancos prestaran más a entidades más riesgosas, incrementando la probabilidad de crisis financieras futuras. En consecuencia, un sistema de reglas simples tendría que estar vigilado cuidadosamente y debería implementarse en conjunción con otras herramientas e indicadores regulatorios. En vista de su relativa simplicidad y la ausencia de instituciones, es la alternativa menos costosa de aplicar para un gobierno. Desde un punto de vista político, el regreso a reglas simples sería indicativo del fracaso del enfoque de Basilea II, que respaldó los cargos de capital basados en el riesgo.

**Cargos de capital vinculados al mercado:** Este enfoque recurriría al mercado para determinar el nivel de capital

que una institución debe mantener en respaldo de un activo (Rosenkranz, 2009). En lugar de una calificación, se emplearía el precio de mercado para evaluar el perfil de riesgo del activo. Fundamentalmente, el monto de capital necesario para mantener un valor de renta fija estaría relacionado con su rendimiento. El capital necesario para un título aumentaría en proporción al diferencial respecto de un punto de referencia determinado: el mercado determinaría el riesgo.

Este método eliminaría a las calificadoras de riesgo del ámbito regulatorio, manteniendo al mismo tiempo un proceso sofisticado, transparente y congruente con el mercado. De hecho, como las determinaciones de los mercados cambian a menudo, los ajustes de la capitalización podrían ocurrir con mayor frecuencia y de manera más gradual y matizada que los cambios de las calificaciones, que suelen producir fluctuaciones repentinas y desestabilizadoras. Pero este enfoque requiere mercados profundos y líquidos, y quizá deba estar complementado con cargos de capital mínimos y máximos, lo cual constituye una variante de la opción de las reglas de capital simples. Las salvaguardias adicionales durante periodos de crisis en los mercados exigirían la intervención de los reguladores cuando los precios traspasaran ciertos umbrales y se desviaran significativamente de los valores subyacentes. El mercado podría servir de guía a los reguladores, sin eliminarlos del proceso regulatorio, como sucede cuando dependen de las calificadoras de riesgo. Pero existe la posibilidad de manipulación, especialmente si hay limitaciones de liquidez o si un activo se negocia con poca frecuencia y, por ende, está expuesto a movimientos volátiles.

Las desventajas y los costos de producción deben evaluarse a la luz de sus beneficios, que deben precisarse y, de ser posible, cuantificarse. En cierta manera, todas las alternativas son dañinas porque siempre habrá riesgos vinculados con la regulación y las entidades reguladas siempre encontrarán maneras creativas para escaparse de las reglas que no les complacen. Toda reforma de las calificadoras de riesgo debe formar parte de un reordenamiento más amplio de la regulación, dado que la crisis financiera internacional de 2008 sacó a relucir numerosas fallas regulatorias (véase el recuadro 3). Además, los costos de la transición a un sistema nuevo deben analizarse con cuidado porque seguramente serán considerables. Sin embargo, el costo no debe ser una excusa para la inacción, que perpetuaría el fracaso gubernamental y le restaría credibilidad a la regulación financiera. Eso podría poner en peligro la salud del sector financiero y de la economía, tanto a escala nacional como mundial. ■

*Panayotis Gavras es Codirector del Departamento de Políticas y Estrategia del Black Sea Trade and Development Bank.*

#### Referencias:

Banco de Pagos Internacionales, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2009, “Stocktaking on the Use of Credit ratings”, Joint Forum Working Group on Risk Assessment and Capital (Basilea).

Katz, Jonathan, Emanuel Salinas y Constantinos Stephanou, 2009, “Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions”, World Bank Crisis Response Policy Briefs, nota No. 8 (Washington).

Rosenkranz, Robert, 2009, “Let’s Write the Rating Agencies Out of Our Law”, 2009, Wall Street Journal, 2 de enero, pág. A15.