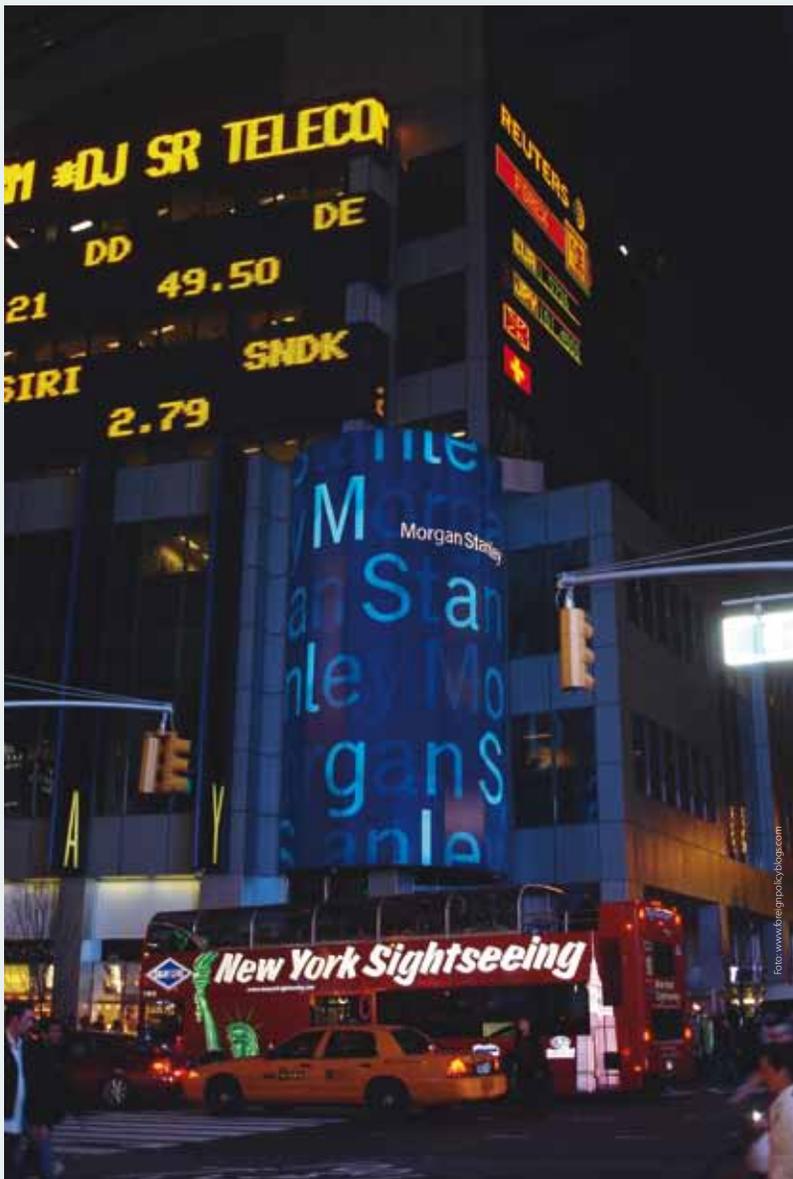


Acabar con las Agencias de Rating

Ignacio de la Torre

Director del Máster en Finanzas del IE Business School

Informe IE



¿Se imaginan que en el mandato de un fondo de inversión de bolsa estuviera recogido que el fondo solo podrá comprar acciones en las que Goldman Sachs tenga un *buy* como recomendación? ¿Que una aseguradora tuviera que construir su cartera de bolsa con idéntico requisito? O, lo que es aún peor, ¿que el mismísimo Banco Central Europeo o la misma Reserva Federal asumieran su papel de prestamista de última instancia solo mediante garantías correspondientes en acciones con un *buy* de Morgan Stanley?

Para los que hemos trabajado en el mundo de la renta variable, dichas ideas semejan locuras. Un gestor de bolsa comparará las acciones que estime adecuadas después de haberse informado sobre los fundamentales, pero en ningún caso podrá estatutariamente derivar su responsabilidad sobre un tercero porque este recomendaba una acción.

En el mundo de la renta fija, la triste realidad es muy diferente. Muchos reglamentos de fondos de pensiones y de inversión limitan el tipo de papel a adquirir basándose en el rating otorgado por una de las tres agencias de calificación, y a

veces la pérdida de un rating provoca una venta masiva del bono en cuestión, ya que el gestor está forzado a venderlo aunque el precio no refleje su fundamental, y la ausencia de fondos habilitados a comprarlo en el escalón por debajo provoca valoraciones de derribo. En ocasiones, dichas valoraciones espolean el debate entre reguladores, auditores y banqueros, ya que estos últimos estiman que no deben realizar un *mark to market* en estas situaciones, donde se da un desalineamiento del "valor fundamental" (que ellos estiman subjetivamente) y el valor de mercado. Sobre este asunto ya escribí hace un par de años ("Cuánto vale la mansión de un alcohólico").

En otras ocasiones, es el propio banco el que invierte una porción nada relevante de sus activos en papel avalado con un cierto rating por una de las tres agencias. Esta situación a veces alcanza niveles de surrealismo total, ya que hay bonos gubernamentales con rating que computaban con riesgo cero a efectos de capital regulatorio, es decir, que el banco puede acumular bonos gubernamentales ad infinitum sin exigir el regulador capital a cambio, lo que generaba un perverso incentivo para que los bancos concentraran sus carteras en bonos del Gobierno, aumentando su apalancamiento, acentuando su riesgo sistémico (riesgo que ignorantemente ignoraba el regulador y que ha seguido ignorando, como el reciente "aprobado" de Dexia en el enésimo test de estrés ilustra) y estrangulando el préstamo al sector privado. La situación se hace aún más trágica al contemplar cómo los emisores pagan por dichos ratings, y cuando no es así, como en los productos estructurados, es el banco de inversión que vende estos productos el que paga por el rating.

Para terminar este castillo de despropósitos, el viciado castillo de naipes es coronado por una situación en la que los bancos centrales aceptan como garantía de sus préstamos al sector bancario papel avalado con un cierto rating por parte de las tres mayores agencias de calificación, lo que genera de hecho un obscuro oligopolio avalado precisamente por los que deberían asegurar la estabilidad última del sistema financiero.

¿Qué tienen en común estos episodios? Todos los agentes "ganan" porque externalizan el riesgo, e interiorizan los beneficios de dicha exteriorización. Veamos.

El gestor de renta fija, el tesorero del banco o el inversor de una aseguradora compra los bonos que permite su reglamento; en ocasiones está incentivado a comprar AAA, que por extraños motivos rinde más que el AAA gubernamental aburrido (como Alemania), episodio que explica por qué muchas instituciones alemanas están cargadas de activos tóxicos, muchos de ellos generados en los EE. UU. Como decía Greenspan, no hay que preocuparse por la proliferación de activos financieros que financian a los EE. UU.: si van mal, la que pierde siempre es la aseguradora europea. El decisor ha externalizado su decisión en el rating. Durante los años buenos, en los que la cartera rinde más que su *benchmark*, se beneficiará de un viciado sistema de incentivo (mediante un *bonus*); en los años malos, el fondo perderá su valor o el banco será intervenido, y en este último caso el contribuyente tendrá que recapitalizarlo. En estos casos, se echará la culpa al rating, pero por su parte la agencia de rating esquivará toda responsabilidad escudándose en el hecho de que sus informes están amparados por "la

libertad de opinión". Los ratings no son más que eso, "opiniones", y por eso no aceptan responsabilidades. Imagínense que las opiniones en un país solo las pueden emitir tres periódicos avalados por el propio Estado. Dantesco.

Lo peor de este viciado sistema no es que, como otras veces, los seres humanos hayan respondido a incentivos mal empleados, sino que todo el sistema viene bendecido precisamente por el banco central, que es el primero que externaliza su función de evaluación del riesgo descansando sobre un sistema oligopólico que sistemáticamente ha fallado y que ha añadido mayor inestabilidad financiera al mundo. Los oligopolios no funcionan, como tristemente hemos aprendido durante siglos, y se han generado leyes para intentar suprimirlos. En este caso se han generado leyes para espiarlos.

Para desmontar este sistema hará falta una reforma de raíz que evite el oligopolio; eso pasará por cambiar las normativas de los bancos centrales y prohibir cláusulas en los reglamentos de los fondos que externalicen su política de inversión al rating de un tercero sin responsabilidad.

El capitalismo consiste en afrontar riesgos y experimentar recompensas y fracasos. Si se externaliza el riesgo, y el agente externalizado deniega toda la responsabilidad, se pervierte el capitalismo, lo que genera un sistema amorfo como el actual, en el que el contribuyente o el partícipe acaban pagando.

Ha llegado el momento de acabar con este sistema corrupto. Ha llegado el momento de que las agencias paguen por sus responsabilidades. ■