

Sanchez I. (2009) Corporate Governance and Code of Ethics. Journal of Business Ethics. 90:187-202.

Hans van E, Gabrielsson J. & Morten H. (2009). Towards a Behavioural Theory of Boards and Corporate Governance. Corporate Governance: An International Review. 17(3): 307-319.

Howard, Ronald (1976) Readings in Decision Analysis, Part III, pp. 491-520, Decision Analysis Group, Stanford Research Institute.

Huse, M. (2005) Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. British Journal of Management. 16:s65-s79.

Phillips, Larry (1984) A theory of

requisite models. Acta Psychologica 561 ; 3, 29-48.

Roberts J, McNulty, T. & Stiles, P. (2005) Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom British Journal of Management. Volume 16. pp:s5-s26.

Sanwal Anand (2007) Get Sustained Growth by Savvy Portfolio Management. The Journal of Corporate Accounting and Finance.

Sterman, John (1994) Learning in and about complex systems. Systems Dynamics Review. 10 :291-330.

Schwartz M., Dunfee T. & Kline M. (2005) Tone at the Top: An Ethics Code for Directors. Journal of Business Ethics. 58 79-100.

## Responsabilidad y segunda línea de defensa: una guía de políticas prácticas para una calificación global y ética de crédito

Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove  
Edición global  
Texto Nominado

*“En mi opinión, hay hoy dos superpotencias en el mundo. Los Estados Unidos y la agencia de calificación Moody’s. Los Estados Unidos puede destruir lanzando bombas y Moody’s puede destruir al degradar bonos. Y créanme, no está claro a veces quien de los dos puede ser más poderoso” - Thomas Friedman*

Immaculate Dadiso  
Motsi-Omoijiade  
Estudiante de doctorado, Zimbabwe



«Há duas superpotências no mundo de hoje, na minha opinião. Há os Estados Unidos e há o Serviço de Rating Moody’s. Os Estados Unidos podem destruir, largando bombas, e o Moody pode destruir por desclassificação dos seus títulos. E acreditem, não está claro, por vezes, quem é mais poderoso». (Thomas Friedman)

### Resumen ejecutivo

Este artículo se basa en la premisa de que las agencias de calificación crediticia son esenciales para el buen funcionamiento del sistema financiero global debido a su valor informativo, operativo y regulatorio. En este caso, se hace hincapié en el valor regulatorio de las agencias de calificación crediticia y su papel en la segunda línea de defensa contra las crisis financieras.

El reciente fracaso de las agencias de calificación crediticia para garantizar la segunda línea de defensa es lo que dio lugar a esta investigación. En este caso, su papel en la actual crisis financiera trajo a primer plano los temas claves que deben ser tratados. Estos son la falta de competencia, los conflictos de interés, los incentivos perversos, la baja precisión, la endé-

mica pro-ciclicidad y la dependencia sistémica de regulación en las calificaciones crediticias.

La presente contribución demuestra que el actual marco regulatorio es inadecuado para abordar y resolver los problemas antes mencionados. Después de revisar la bibliografía pertinente, siete categorías de propuestas de regulación fueron identificadas. Estas son: la nacionalización, la abolición de reconocimiento oficial, el suministro de información adicional, la introducción de la responsabilidad jurídica, la separación de la consultoría de las funciones de asesoramiento y la disminución de las barreras de entrada.

Después de aplicar la herramienta de análisis de opciones de política pública para evaluar el mérito relativo de cada una de estas opciones de

Este é um reconhecimento do papel vital e indispensável que as agências de notação de crédito desempenham no sistema financeiro global e, como demonstrado pelos acontecimentos recentes, o grande impacto da sua incapacidade em cumprir os respectivos mandatos de forma eficaz sobre a estabilidade financeira global.

As três principais agências de notação de crédito «tinham conhecimento de problemas graves, mas continuaram práticas empresariais que beneficiaram os emissores de títulos, ignorando os interesses dos investidores que confiaram nos ratings S&P, Moody's e Fitch».

regulación en relación a los problemas antes mencionados, así como la viabilidad política y su ejecución, un “paquete de políticas” con modalidades específicas es propuesto. Esto implica la creación de una agencia de calificación del sector público y de dos opciones para agencias de calificación crediticia. Estas son: (1) la función de clasificación debe ser asumida por la agencia de calificación crediticia del sector público y continuar con su papel de consultoría de las finanzas estructuradas o (2) poner fin a sus actividades de consultoría y centrarse sólo en la prestación de calificaciones.

Se recomienda aquí que las agencias de calificación crediticia opten por la segunda opción. El siguiente conjunto de nuevas reglas y regulaciones debería aplicarse - (1) las calificaciones deben ser pagadas por los inversores y no por los emisores, (2) la gestión del rendimiento debe estar a cargo de los reguladores con la introducción de repercusiones punitivas; (3) información adicional más allá de las calificaciones deberían ser suministrada, (4) estructuras de regulación y procesos basados en las calificaciones crediticias deberían utilizar calificaciones agregadas de agencias de calificación crediticia autorizadas.

Finalmente, se propone implementar una “congelación” de las calificaciones de un máximo de seis meses a partir de la introducción de nuevos productos por los cuales no se dispone de precedente. Esta es una luz para la identificación del proble-

ma central, sobre todo en la actual crisis financiera, como lo es tratar con la innovación y la valoración de nuevos y complejos instrumentos.

### Introducción

Se ha argumentado que la actual turbulencia financiera global, considerada como la peor desde la Gran Depresión, se llevo a cabo porque las líneas de defensa de la regulación no pudieron contener ni prevenir la crisis. Enseguida, la gestión de riesgos en las empresas, después los analistas del mercado y oficiales y, finalmente, los ya establecidos organismos reguladores. Cada uno de ellos fracasó en el intento de detener la crisis financiera que ha llevado a las economías más importantes del mundo al borde de la recesión y ha causado una significativa desaceleración y colapsos de algunos mercados en economías emergentes.

El enfoque de este artículo es la segunda línea de defensa en general y de las agencias de calificación crediticia (ACC) en particular. Esto es en reconocimiento del papel vital e indispensable que las ACC desempeñan en el sistema financiero mundial y, como lo demuestran los acontecimientos recientes, el gran impacto de su incapacidad para cumplir eficazmente su mandato en la estabilidad financiera global.

Con esto en mente, este artículo se divide en siete secciones. (1) Una visión general de las ACC; (2) El papel de las ACC en la crisis financiera actual; (3) Las cuestiones claves que deben ser abordadas; (4) Los desa-

rollos regulatorios recientes; (5) Las opciones de regulación propuestas; (6) Los análisis de las opciones y; (7) las recomendaciones.

### Visión general de las agencias de calificación crediticia (ACC)

**Orígenes** - Las agencias de calificación crediticia tienen sus raíces en más de un siglo atrás, cuando debutó la inversión en el ferrocarril (Perkins, 2007). A finales de 1860 Henry Poor publicó un manual que proporcionaba información para inversores - un negocio lucrativo que John Moody también estableció en 1910 con la publicación de un libro de análisis de los ferrocarriles y sus valores en circulación asignando calificaciones a los mismos. Por la década de 1930, las políticas de inversión requiriendo que los bonos sean calificados fueron instituidas. En la actualidad, hay tres principales agencias de calificación crediticia a nivel internacional y una plétora de agencias de calificaciones nacionales y regionales en todo el mundo.

**Función** - Henry Poor y John Moody comenzaron el análisis y clasificación de los ferrocarriles después de darse cuenta que los inversores carecen a menudo de información para determinar la solidez de su inversión. De la misma forma, hoy en día, las agencias de calificación existen para tratar los problemas de principal-agente e información asimétrica (Portes, 2008). En este caso, las calificaciones reflejan las estima-

ciones hechas por las ACC sobre la probabilidad de incumplimiento en un período determinado. Las ACC por lo tanto, entran en la segunda línea de defensa, como los auditores, analistas de inversiones y periodistas, que actúan como “guardianes” de las inversiones relacionadas con transacciones entre actores del mercado. De esta manera, estas agencias juegan un importante papel tanto informativo, reglamentario que transaccional en el sistema financiero global.

**Modus Operandi** - Una calificación crediticia se define como una “opinión de previsión de la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, una deuda de la deuda como garantía de deuda o un emisor de obligaciones, expresado mediante un sistema establecido y definido de calificación” (Champsaur, 2005). Las agencias de calificación derivan sus calificaciones tanto de la información pública a disposición que de la información privada proporcionada por las empresas y los analistas. Esta información pasa a través de modelos para producir una calificación (Richard Portes, 2008). Estas últimas indican la solidez financiera y la regularidad en el pago de intereses y del principal. Las calificaciones van desde AAA para los instrumentos de bonos de mayor calidad hasta D para los instrumentos en mora.

### Papel de las agencias en la actual crisis financiera

Aunque hay varias maneras de explicar la evolución de la crisis fi-

Há um aparente conflito de interesses que existe nos modelos de negócios das CRAs que lhes permite primeiro aconselhar sobre como a construção de uma segurança afetará o rating e, em seguida, emitir uma classificação que confirma este aconselhamento - ganhando duas taxas separadas no processo.

As agências são acusadas de reagir *a posteriori*, em vez de antecipar padrões.

nanciera actual, la que mejor permite explicar el papel de las agencias de calificación es la que ve a la actual crisis financiera, al igual que la mayoría de las crisis, como provocada por la aparición de nuevas innovaciones financieras. Esta vez, en lugar de la máquina de vapor o la radio, la crisis surgió del desarrollo de una “nueva herramienta de la ingeniería financiera” que, como en crisis anteriores, los inversores se mostraron cautelosos al principio antes de abanzarse sobre los nuevos productos financieros al ver su extraordinaria rentabilidad lo cual condujo al alza del precios de los activos que finalmente estallarían y serían reducidos a nada (Reinhart, 2008).

Más específicamente, los complejos y estructurados productos financieros entraron en el mercado cuando los bancos comenzaron a utilizar un “origen y transferencia” de enfoque de préstamos para vivienda. Estos préstamos, de los cuales una gran proporción fueron de alto riesgo (*sub-prime*), fueron luego titulizados por la inversión que compraron alrededor de las calificaciones más elevadas antes de vender los instrumentos a los inversionistas.

En este escenario, incluso los inversores más sofisticados y sedientos de riesgo no sabían cómo valorar estos nuevos activos, por lo que tuvieron que depender y confiar en las calificaciones proporcionadas por la ACC que participaron en su titulación (de la Dehesa, 2007). Las ACC, alentadas por sus propios incentivos, prestaron atención a los evaluadores

de riesgo acerca del poder de agrupación para disminuir la probabilidad de incumplimiento y la capacidad para predecir a pesar de un historial limitado. Puesto que estos productos estructurados no se comercializaban, y se vendían inoficialmente, la transparencia de sus precios y la liquidez del mercado eran bajas (de la Dehesa, 2007).

Por esto, se cree ampliamente que la imposibilidad por parte de las agencias de calificación crediticia para proporcionar clasificaciones correctas de estos productos de alto riesgo y mantener la segunda línea de defensa jugó un papel crucial de la actual crisis financiera. Esto llevó al Comité de supervisión y políticas del gobierno del Congreso de los EE.UU. a mantener recientemente una audiencia que llegó a la conclusión de que las tres principales agencias de calificación crediticia “eran conscientes de los problemas graves, pero continuaron las prácticas de las empresas que se beneficiaron con los emisores de bonos sin tener en cuenta los intereses de los inversores que confiaron en S & P, Moody’s y Fitch Ratings” (US Congress, 2008).

### Temas claves que deben ser tratados

Hay varios problemas asociados con las ACC que les impiden ejercer su misión de manera más eficaz. Éstos están vinculados a cuestiones claves que deben ser abordados con el fin de comprender mejor las áreas donde son necesarias ciertas reformas.

**Carencia de competencia** - En primer lugar, se ha observado que hay algunas características naturales de monopolio en el sector de la calificación crediticia debido a efectos de red (Portes, 2008). Los efectos de red se refieren a la forma en que los inversores quieren coherencia de las calificaciones a través de los emisores. El monopolio natural se deriva también de las barreras de entrada crediticia creadas por los reguladores que se basan en las calificaciones y criterios rigurosos de uso, para determinar si una agencia tiene o no la licencia de regulación. Las ACC también requieren analistas altamente cualificados, así como “alta tecnología” y metodologías de calificación sofisticadas (Champsaur, 2005). De esta manera, el sector de calificación de crédito muestra las mismas deficiencias de calidad (en términos de precisión, falta de rigor e innovación) evidentes en un mercado monopólico.

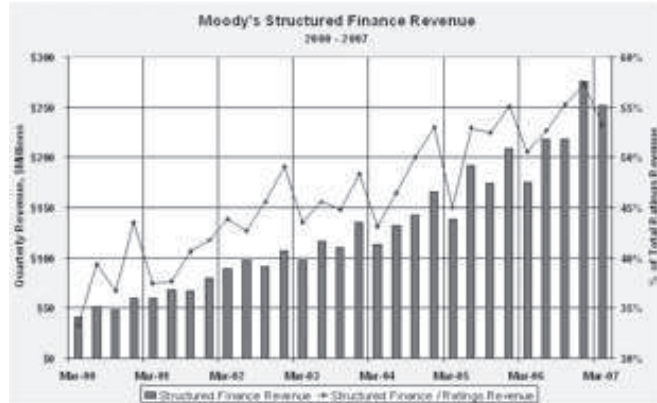
**Conflictos de interés** - En segundo lugar, y esta es la crítica más amplia de las ACC, hay un aparente conflicto de intereses que existe en los modelos de negocio de las ACC y les permite asesorar primero sobre cómo la construcción de un activo afecta su calificación y luego les permite emitir una calificación que confirma su asesoramiento – ganando doblemente por separado en el proceso (Fig. 1, fuente: [www.leworckwell.com](http://www.leworckwell.com)). Por ejemplo el 44% de los ingresos de Moody’s en el 2006 provino de sus actividades en finanzas estructuradas (Portes, 2008).

Este conflicto de interés potencialmente creado, reduce la objetividad de las calificaciones proporcionadas por las agencias de calificación crediticia y las lleva al problema de incentivos perversos en el proceso de calificación.

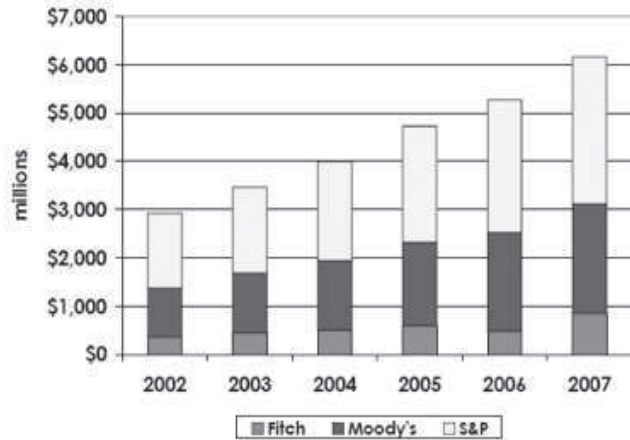
**Incentivos** - En tercer lugar, como se deduce de lo que se ha aludido más arriba, hay un problema de compatibilidad aparente en materia de incentivos en el seno de las agencias de calificación crediticia. En el primer caso, estas agencias tienen un incentivo para dar puntuaciones altas en situaciones donde debido a que el emisor paga por las calificaciones, también puede darse una vuelta por la calificación más favorable (“mejor oferta”). En el segundo caso, debido al mismo modelo de negocio dual, las ACC también tienen incentivos para asegurarse de que la titulación se lleve a cabo, ya que les genera más negocio al proporcionar más productos para calificar. Para ilustrar esto, la figura 2 (fuente: [www.leworckwell.com](http://www.leworckwell.com)) muestra cómo los ingresos de las tres grandes agencias de calificación crediticia aumentaron durante el periodo previo a la implosión en curso del sistema financiero global.

**Precisión y tendencia pro-cíclica** - En cuarto lugar, la exactitud de las agencias de calificación crediticia ha sido cuestionada. Las ACC han sido responsabilizadas por reaccionar *ex post* en lugar de anticipar quiebras. De esta manera, las calificaciones no son sólo indicadores rezagados (Portes, 2008) sino también pro-

**Figura 1: Moody's - Ingreso por cuenta de la finanza estructurada**



**Figura 2: Ingresos de las tres grandes agencias de calificación crediticia (2002-2007)**



FINANCE & THE COMMON GOOD/BIEN COMMUN

cíclicos creando efecto de imitación, y aumentan la inestabilidad como lo hicieron durante la crisis financiera asiática. En dicha crisis, como en la actual, las ACC y a raíz de sus tendencias pro-cíclicas, sobreactuaron en el esfuerzo por distraer al público inversionista de su falta de rigor de los últimos años en la aplicación de estándares estrictos (Reinhart, 2008) creando los efectos de imitación desestabilizadores ya mencionados. Además, los críticos han puesto de manifiesto cómo los datos de las agencias y sus modelos son sospechosos. Por ejemplo, en la calificación de activos implicando hipotecas subprime, las ACC dicen haber utilizado datos de un período prolongado de precios en aumento del sector inmobiliario, durante el cual las hipotecas dudosas habían sido validadas junto con el patrimonio de los propietarios (Reinhart, 2008). Esto condujo, en parte, a la inexactitud de las calificaciones que las ACC acordaron a estos productos. En cuanto a las simulaciones de los modelos que las ACC utilizaron, se observó que estos no pueden ser útiles cuando los mercados se vuelven tan desordenados que exceden los parámetros de los modelos y se produce un *tail risk* o riesgo exorbitante. Esto se ve agravado por la cuestionable utilización de la misma medida para evaluar el riesgo soberano, el riesgo de bonos corporativos e instrumentos complejos como obligaciones de deuda colateralizada (CDO, Reinhart, 2008). Es debido a problemas de precisión como estos y otros más que en se

puede encontrar en algunas partes de la literatura sobre este tema el hecho de que las agencias de calificación no agregan valor al sistema. Esto se debe a la calidad de la información que proporcionan pues se cree que no es mejor a la que un buen analista puede extraer de los datos públicos a disposición. La precisión cuestionable ha llevado a varios estudios detallados a arrojar dudas sobre su capacidad para evaluar mejor la calidad crediticia que las medidas basadas en diferenciales de los mercados o para predecir cambios importantes (Levich & al., 2007).

**Dependencia regulatoria de las ACC** - El tema clave final a considerar es la dependencia de los reguladores de las agencias de calificación crediticia. Esto amplía el alcance de las partes interesadas con intereses creados a considerar cuando aborden cuestiones relacionadas con temas reglamentarios emitidas por las ACC y reflejen los efectos de las malas calificaciones en la estabilidad financiera. Un ejemplo de ello es la dependencia de las normas de Basilea II es lo que se refiere a la adecuación del capital para los bancos en las calificaciones. Esto es particularmente problemático en un escenario en el que las calificaciones crediticias no reflejan adecuadamente el riesgo de crédito. En este caso, "la estructura del capital de los bancos podría dar la ilusoria impresión de que constituye un colchón suficiente contra el riesgo, lo que podría poner en peligro la seguridad y solidez del sistema bancario (Champsaur, 2005)". Lo

RESPONSABILIDAD Y SEGUNDA LÍNEA DE DEFENSA

À luz da análise acima, várias recomendações podem ser feitas.

Estas devem basearse na identificação do problema central com o papel actual das CRAs no sistema financeiro global que parece estar relacionado com a inovação, em termos de valorização de instrumentos novos e complexos.

mismo es cierto para la reconocida organización nacional de calificación estadística de EE.UU, mediante la cual una amplia gama de inversionistas no están obligados a tener títulos cuyas calificaciones están por debajo de una determinada calificación de inversión y valoraciones afectando las ponderaciones de riesgo de los activos de los bancos en el cálculo de la suficiencia de los ratios de capital (Portes, 2008).

### Evolución reciente de la reglamentación

El anexo 1 muestra el actual marco regulador de las agencias de calificación crediticia. A medida que estas están fuera del alcance de este estudio, la IOSCO, la principal herramienta de regulación, así como los últimos desarrollos normativos en la Unión Europea y en Estados Unidos deberían ser brevemente mencionados.

**IOSCO** - La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó su Código de Conducta fundamental para las agencias de calificación crediticia en el año 2004. Este código se centra en la participación voluntaria a "reglas de buen gobierno corporativo diseñadas para (1) asegurar la calidad y la integridad del proceso de calificación, (2) conservar su independencia y evitar conflictos de interés, (3) asumir su responsabilidad hacia los participantes del mercado mediante una mayor transparencia de su metodología y un adecuado tratamiento

de la información confidencial proporcionada por los emisores" ([www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPDI151.pdf](http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPDI151.pdf)). La principal deficiencia de estas disposiciones es que la IOSCO no aborda la cuestión de la ejecución del código. Al contrario, la IOSCO deja la aplicación del código a cualquiera de los reguladores nacionales o a los mecanismos de mercado ([www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPDI151.pdf](http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPDI151.pdf)) que, a la luz de la crisis actual, han sido ineficaces.

**Unión Europea (UE)** - El mes de octubre de este año vio la redacción de una ley que está diseñada para evitar conflictos de interés entre agencias de calificación crediticia y sus clientes en la UE. El propósito de la legislación es obligar a las ACC a revelar sus métodos de trabajo y fomentar el surgimiento de nuevas agencias. En el marco del proyecto de propuesta, a las ACC no se les permitirá combinar su trabajo con asesoría y son dadas normas específicas sobre cómo los miembros del personal son remunerados y cuánto tiempo pueden trabajar con sus clientes. Estas son: (a) la remuneración debe ser determinada principalmente por la calidad, exactitud, meticulosidad e integridad de su trabajo, (b) para las empresas con una plantilla de más de 50 empleados, un plazo de cuatro años se colocaría en el trabajo con clientes individuales para evitar que las relaciones lleguen a ser demasiado estrechas, y (c) debería haber una interrupción de dos años antes de que un empleado trabaje con el

mismo cliente (Castle, 2008).

**Estados Unidos de América** - En los EE.UU. los primeros pasos para abordar la cuestión de las ACC a la luz de su papel en la actual crisis financiera fueron tomados en forma de una audiencia por el Comité de supervisión y de política gubernamental de la Cámara. En ella, los jefes actuales de S & P, Moody's y Fitch fueron emitidos con firmes declaraciones después de testificar delante de legisladores de EE.UU. anunciando claras intenciones de responsabilizar estas agencias por sus acciones (US Congress, 2008). Esto puede ser un impulso para el futuro de la UE-como los procedimientos regulatorios que deben adoptarse en el futuro cercano.

### Propuesta de opciones regulatorias

Con estos temas claves en mente, diversas posibilidades de reglamentación pueden y han sido propuestas. Aparte de su papel en la actual crisis financiera, las razones detrás de los llamados para instaurar más regulación provienen de estudios que han refutado las afirmaciones sobre el hecho que las preocupaciones de reputación conducen a calificaciones fiables por las agencias de calificación crediticia. En este caso, se argumentó previamente que las ACC proporcionan información precisa a los participantes del mercado a fin de salvaguardar su reputación que la garantía de calificaciones fiables otorga. Sin embargo, se ha señalado que "preocuparse por la reputación

no es lo mismo que preocuparse por ofrecer calificaciones de confianza" (Mariano, 2008). Esto se debe a que las ACC pueden ser demasiado conformistas, demasiado conservadoras o demasiado audaces, precisamente porque se preocupan por su reputación (Mariano, 2008). Por todas las razones mencionadas, diversas propuestas para la regulación de estas agencias han sido presentadas. Una breve descripción y discusión de cada opción se dará antes de analizar sus méritos.

**Opción 1: Status Quo** - Esto implica salir de la situación actual, ya que se dará cuando los participantes del mercado harán presión para defender sus intereses contra algo fuerte. Por otra parte, la Autoridad de Mercados Financieros en Francia, cree que el código voluntario ha sido implementado de una manera "globalmente satisfactoria" (Mariano, 2008). El principal problema de esta propuesta es que de hacerse no podría resolver los problemas incentivos antes mencionados.

**Opción 2: La nacionalización de las Agencias** - La primera propuesta que debe considerarse es la nacionalización de las agencias de calificación crediticia. Esto surge de catalogar las calificaciones como bienes públicos que deberían, por tanto, contar con financiación pública ya que son esenciales para asegurar que la estructura financiera global funcione sin problemas. Algunos han ido más allá con esta propuesta llamando a los gobiernos a crear una agencia pública de calificación cre-

Se as CRAs estiverem a descer com base numa lista pré-determinada de KPIs, elas serão nacionalizadas ou terão o seu reconhecimento oficial revogado.

diticia (APCC) (Beetsma, 2008). La característica clave de una APCC es que no tendría como objetivo realizar beneficios y no tendría interés en emitir calificaciones excesivamente generosas evitando así los incentivos y los problemas de conflicto de interés antes mencionados. Se propone que una APCC sea financiada con dinero de los contribuyentes, lo cual debería ser organizado a nivel europeo y en combinación con la Autoridad Europea de Servicios Financieros (EFSA) en la Unión Europea. El principal problema de esta propuesta es superar la falta de voluntad política combinada con el poderoso grupo de presión que de seguro sería constituido por las ACC.

**Opción 3: Abolir el reconocimiento oficial de las calificaciones de las ACC** - Esta propuesta implicaría la eliminación de la licencia de regulación de las agencias de calificación crediticia mediante la eliminación de la designación NRSRO (agencias nacionales de calificación reconocidas) y se limita a exigir que las agencias se registren ante los reguladores. Intuitivamente, se puede observar que la concesión de calificaciones de las ACC con reconocimientos oficiales hace que los inversores sospechen de las calificaciones y no puedan llevar a cabo su propia evaluación de riesgos antes de tomar decisiones de inversión. Ningún reconocimiento oficial obligará a los inversores a ver las calificaciones como una de las muchas herramientas que pueden utilizarse para informar sobre decisiones de inversión, y por lo tanto

les permiten medir el nivel de riesgo con más precisión. Para las ACC, las barreras de entrada y el estatus de “casi Dios” serán removidos. Los principales problemas con esta propuesta son que esta medida aumentará la carga administrativa de los reguladores y que suprimiría el papel de las agencias de calificación crediticia de Basilea II, que, después de todo el esfuerzo puesto en su elaboración, es probable que encuentre una fuerte oposición (Portes, 2008).

**Opción 4: Revivir suscripciones** - Antes de la década de 1970, los ingresos de las agencias de calificación crediticia provenían de un impuesto sobre los inversores que utilizaban sus calificaciones. En ese momento, las ACC no estaban “atadas al sistema” como lo están hoy día (Perkins, 2007). Esto reduciría los incentivos y los problemas de comportamiento oportunista (problema del polizón/ *free rider problem*) mencionados anteriormente. El principal problema de esta propuesta es que está relacionado con el aspecto de bien público, tal como lo describe Portes, quien señala que habrá “problemas del polizón” y de pago por parte del usuario de la información y serán sub-óptimos o no ejecutables, y fue la razón por la que las ACC dejaron de lado esta práctica en la década de 1970.

**Opción 5: El suministro de información adicional, aparte de las calificaciones** - Esto abordará los problemas de precisión mencionados anteriormente. Esta opción debería incluir detalles tales como la evalua-

As estruturas reguladoras que dependem de avaliações devem, então, insistir no uso de um rating agregado de cada uma das principais agências credenciadas para aumentar a precisão e minimizar possíveis erros.

ción de las características de liquidez de los instrumentos y la volatilidad probable de su precio de mercado. Además de esto, se ha sugerido que las agencias ofrezcan una gama de riesgos para cada instrumento en lugar de un punto estimado (Portes, 2008) y desarrollen una escala de calificación distinta de los productos financieros estructurados (Ferguson & al., 2007). El principal problema de esta propuesta es que las agencias no parecen estar bien preparadas para hacerlo ya que estos tipos de riesgos son casi imposibles de medir cuantitativamente. Las ACC harán probablemente presión de manera enérgica en contra de una ampliación de la profundidad de su trabajo.

**Opción 6: Introducir responsabilidad legal explícita por negligencia y actos ilegales** - Por el momento, las ACC han mantenido con éxito la inmunidad legal frente a los reclamos sobre negligencia y actos ilegales escudándose en el hecho de que son sólo periodistas financieros que publican sus opiniones protegidas por la libertad de expresión, aunque, como señala Portes, Moody's es mucho más rentable que el Financial Times, sugiriendo que ganan algunas rentas (su “capital de reputación” y la licencia regulatoria que les otorga su papel en el sistema financiero) (Portes, 2008). Aparte de las evidentes deficiencias del argumento de la libertad de expresión, siendo poder responsabilizarlas más legalmente, será una forma de asegurar que las ACC asuman toda la responsabilidad por sus calificaciones, y por lo tanto,

serán más exhaustivas y rigurosas en el suministro de sus calificaciones. Sin embargo, el principal problema de esta propuesta es que simplemente, las ACC serán demandadas y responsabilizadas legalmente ya que cada inversor que hace pérdidas en un producto con calificación AAA exigirá reparación.

**Opción 7: Separar la calificación de la consultoría y de las funciones de asesoramiento** - Esto tendrá que ir más allá de la muralla china (Portes, 2008) y supondrá asegurarse que las ACC no realicen trabajos de consultoría y que su negocio en el ámbito de las finanzas estructuradas se termine. Esto eliminará el problema ligado al conflicto de interés antes mencionado. El principal problema de esta propuesta es que las ACC pondrán probablemente una gran resistencia para renunciar a una línea de trabajo altamente remunerado y para aceptar una drástica disminución en su flujo de ingresos.

**Opción 8: Disminuir las barreras de entrada** - Esta opción permitirá entrar al mercado a más agencias de calificación crediticia creando una competencia que va a mejorar su funcionamiento. Sin embargo, el principal problema de esta propuesta es la tendencia de monopolio natural del sector expuesto más arriba, así como la posibilidad de que más jugadores exacerbarán los problemas de incentivos y habrá más competencia para conseguir empresas emisoras que se puede hacer proporcionando las más altas calificaciones.

### Análisis de opciones

El cuadro uno muestra en que medida el problema de políticas aborda las categorías de problemas analizados anteriormente. En este caso, “sí”, “no” y “tal vez” se utilizan para indicar la forma en que si o no la propuesta de política trata el pro-

blema. En este ejercicio, se muestra que ninguna solución puede abordar todos los problemas relacionados con las ACC. Esto significa que un “paquete de políticas” integrando las sugerencias claves de cada propuesta será necesario.

**Cuadro 1: ¿Qué categoría de problemas trata cada una de las políticas propuestas?**

Categoría de Problema	Incentivos	Conflicto de interés	Precisión	Tendencia pro-cíclica	Competición
Propuesta de política					
Nacionalización	si	si	tal vez	si	no
Reconocimiento inoficial de las calificaciones de las ACC	si	si	no	no	si
Estatus Quo - Código voluntario de conducta	no	no	no	no	no
Revivir suscripciones	si	si	no	no	no
Información adicional	no	no	si	si	no
Responsabilidad legal	si	tal vez	si	si	no
Separación de funciones	si	si	no	tal vez	no
Reducir las barreras de entrada	no	no	tal vez	si	si

FINANCE & THE COMMON GOOD/BIEN COMMUN

Los elementos que deberían incluir un paquete de este tipo de políticas deberían depender del nivel de factibilidad de su aplicación. La factibilidad se refiere aquí a los obstáculos políticos, a los grupos de presión y otros obstáculos prácticos que

potencialmente pueden hacer contra la propuesta los participantes claves del mercado. El cuadro 2 muestra las opciones de factibilidad relativa de cada propuesta en una escala de 1 (alta factibilidad) a 5 (baja factibilidad).

**Cuadro 2: ¿Cuál es la factibilidad relativa de cada opción?**

Factibilidad (1 = alto, 5 = bajo)	1	2	3	4	5
Propuesta de política					
Nacionalización					x
Estatus Quo - Código voluntario de conducta	x				
Reconocimiento inoficial de las calificaciones de las ACC				x	
Revivir suscripciones				x	
Información adicional			x		
Responsabilidad legal					x
Separación de funciones				x	
Reducir las barreras de entrada		x			

Aquí, se puede observar que la introducción de la responsabilidad legal y la nacionalización encontrarán probablemente los mayores obstáculos políticos y por parte de grupos de presión, ya que amenazan la existencia misma de las CCA. Esto es seguido por ningún reconocimiento oficial, la reactivación de las suscripciones y la separación de calificación de consultoría y funciones de asesoramiento. En esta categoría se pone en peligro el flujo de ingresos de las

CCA. En comparación con estas opciones pedir a las CCA proporcionar información es menos amenazante y permite que entren más agencias de calificación crediticia en el mercado puesto que la principales CCA ya han establecido su dominio del mercado.

### Recomendaciones

A la luz del análisis anterior, se pueden hacer una serie de recomendaciones. Estas podrán ser basadas en

RESPONSABILIDAD Y SEGUNDA LÍNEA DE DEFENSA

Para evitar essa falha particular no futuro, onde a inovação ocorre, deve haver um «congelamento» das avaliações de novos instrumentos para seis meses a partir do momento em que o produto é introduzido no mercado.

Aqui, deve ser classificado como «U», como no desconhecido, e todas as informações conhecidas sobre o produto devem ser prestadas aos investidores.

la identificación del problema principal con el papel actual de las ACC en el sistema financiero global que parece estar relacionado al tratar con la innovación, en cuanto a la calificación de instrumentos nuevos y complejos. Aquí, los modelos utilizados por las ACC, que no tienen en cuenta los riesgos sistémicos y la limitada cantidad de información proporcionada por estas agencias son especialmente problemáticos. Vinculado a esto, está el hecho de que el estatuto de casi Dios de las ACC engeguen a los inversores en cuanto a la incertidumbre inherente de las calificaciones que se consideran como indicadores de rentabilidad garantizada de la inversión en lugar de probabilidades. Esto es particularmente cierto en el caso de la evaluación de nuevos y complejos instrumentos como se vio en la actual crisis financiera.

Con esto en mente, propondría lo siguiente:

a) La nacionalización de la función de calificación (calificación como bienes públicos) de las CCA a través de la creación de una agencia de calificación del sector público como lo propuso Beetsma. En este punto propondría dar a las ACC dos opciones (1) relegar su función de calificación a una agencia de calificación del sector público, y continuar con el análisis de productos financieros estructurados y la consultoría como pilar de su negocio o (2) poner fin a su trabajo de análisis de productos financieros estructurados y sus actividades de consultoría y centrarse sólo en la prestación de

calificaciones.

b) Si las ACC eligiesen la segunda opción, yo propondría que las calificaciones sean pagadas por la suscripción de los inversionistas, ya que, aunque el problema de conflicto de interés sería abordado, la cuestión de los incentivos no lo sería. Con el crecimiento de los mercados de capitales alrededor del mundo, y las necesidades que tienen los inversionistas de contar con calificaciones para la toma de decisiones, el problema de la insuficiencia de ingresos que enfrentaron las ACC en la década de 1970 no debería ser un problema hoy en día. El único cambio será que en lugar de obtener beneficios obsesivamente grandes, los beneficios de estas agencias se encontrarán dentro del rango normal de otros proveedores de servicios financieros.

c) La segunda advertencia que vendrá con la elección de la opción 2 es que el desempeño de las ACC será supervisado por los organismos reguladores para garantizar la calidad de las calificaciones. Si las ACC deberían situarse por debajo de la media sobre la base de una lista predeterminada de indicadores claves de rendimiento, estas serán nacionalizadas o su reconocimiento oficial sería revocado.

d) Además de esto, hay que asegurarse de que las calificaciones irán acompañadas de información adicional más allá del punto de estimaciones como se destacó anteriormente, y que los modelos de las agencias de calificación crediticia tendrán en cuenta acontecimientos más allá de

distribuciones normales con instrumentos diferentes que cuentan con diversas escalas de calificación.

e) Basilea II, y otras estructuras de regulación que se basan en las calificaciones, deben entonces insistir en el uso de una calificación agregada de cada una de las principales agencias acreditadas para aumentar la precisión y reducir al mínimo los posibles errores. En este caso, hay que señalar que la ponderación de factores realizada por diferentes agencias de calificación puede variar de acuerdo a un conjunto de condiciones diferentes y variables haciendo ciertos aspectos del proceso de calificación de cada ACC esencialmente subjetivo. Por otra parte, la agregación podría también potencialmente mitigar los efectos de la alta correlación e interdependencia de todas las líneas de defensa. Lo ideal sería que cada una de las

agencias sea independiente y fuerte. Sin embargo, el fortalecimiento del segundo pilar en el entorno actual conducirá también invariablemente a la consolidación del tercer pilar.

f) Por último, para evitar este fracaso en particular en el futuro, donde la innovación se produce, debe haber una “congelación” de las calificaciones para los instrumentos nuevos por un periodo de 6 meses desde el momento en que se introduce el producto en el mercado. En este caso, debería ser calificado como “D”, de desconocido, y toda la información conocida sobre dicho producto debería ser suministrada a los inversores. Esto obligará a los inversionistas a tomar sus propias decisiones de inversión basándose en sus propios niveles de sensibilidad al riesgo. •

## Bibliografía

Beetsma, R. 2007. The Case for Public Sector Credit Rating Agencies. Internet: [http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor/254153/the\\_case\\_for\\_public\\_sector\\_credit\\_rating\\_agencies](http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor/254153/the_case_for_public_sector_credit_rating_agencies). Access: 04/11/08.

Castle, S. 2008. EU prepares tight rules on credit rating agencies. International Herald Tribune, October 29 2008. Internet: <http://www.iht.com/articles/2008/10/29/business/rating.php>. Accessed: 04/11/08.

Champsaur, A. 2005. The regulation of credit rating agencies in the U.S, and in the E.U: Recent initiatives and Proposals. Internet: [http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/amelie\\_champsaur.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/amelie_champsaur.pdf). Accessed: 20/11/08.

De la Dehasa, G. 2007. How to avoid further credit and liquidity conference crises. Internet: <http://www.voxeu.org>. Accessed: 25/10/08.



Ferguson et al. 2007. International Financial Stability. Geneva: CEPR and ICMB.

Levich et al. 2002. Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Washington: Springer.

Mariano, B. 2008. Do reputational concerns lead to reliable ratings? Internet: <http://www.voxeu.com>. Accessed: 25/10/08.

Perkins, T. 2007. Misguided or Misunderstood? Globe and Mail. 7 September 2007. Internet: <http://www.reportonbusiness.com/servlet/story/RTGAM.20070907.wrcover08/BNSStory/Business/home/?pageRequested=all>. Accessed: 04/11/08.

Portes, R. 2008. Rating Agency Reform. Internet: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>. Accessed: 25/10/08.

Reinhart, C. 2008. Reflections on the international dimensions and policy lessons of the US Subprime crisis. Internet: <http://www.voxeu.org>. Accessed: 25/10/08

US Congress. 2008. Transcript: House Oversight and Government Policy Committee. 22 October 2008. Internet: <http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>. Accessed: 04/11/08.

### Anexo 1: Marco de regulación actual de las ACC (fuente: [www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/amelie\\_champasaur.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/amelie_champasaur.pdf))

	U.S.	E.U.
Main regulator	SEC	Bank supervisors
Regulatory tools	No registration of CRAs, but recognition by SEC as NRSRO for regulatory purposes	No registration of CRAs, but recognition by bank regulators for regulatory purposes
IOSCO Code	SEC does not recommend adoption by CRAs of IOSCO Code, but the NRSRO recognition criteria relating to conduct of business rules seem likely to be achieved by implementing the Code.	CESR recommends adoption by the CRAs of the IOSCO Code. There is no enforcement mechanism (CESR relies on market enforcement).
Recognition criteria	- Published ratings - Market acceptance of CRAs - Conduct of business rules	- Integrity of methodologies - Credibility of ratings - Conduct of business rules
Recognition goals	Efficiency of securities markets	- Efficiency of securities market (IOSCO Code) - Adequacy of capital requirements
On going supervision	Limited (SEC reserves the right to reexamine conditions on which granted NRSRO status)	Permanent (as required by the CRD)
Recognition procedure	SEC discretion, although criteria are more precise under the Proposed Rule	Bank regulators are bound by the CRD rules and further details
Civil liability	No (First Amendment protection)	Never established but possible
Securities laws	Exemption under Regulation FD	No exemption under Market Abuse Directive
Competition	The SEC believes that more precise NRSRO designation criteria will foster competition and that competition is a means of regulating CRA performance	CESR believes that competition issues should not be taken into account in establishing CRA rules and should be left to antitrust authorities.