

El papel de las calificadoras de riesgo en la crisis subprime.¹

The role of rating agencies in the subprime crisis.

Blanca Rubí Martínez Cabañas²
blancarubi_10@hotmail.com

Universidad Veracruzana. Facultad de Contaduría y Administración.

Rogelio Ladrón De Guevara Cortés³
roladron@uv.mx

**Universidad Veracruzana. Instituto de Investigaciones y Estudios
Superiores de las Ciencias Administrativas.**

Rosa Marina Madrid Paredones⁴
rmadrid@uv.mx

**Universidad Veracruzana. Instituto de Investigaciones y Estudios
Superiores de las Ciencias Administrativas**

.....

Resumen

Este artículo tiene como objetivo presentar algunas conclusiones del análisis realizado sobre el papel que jugaron las empresas calificadoras de riesgos en el desarrollo de la crisis financiera subprime. Se realizó un estudio documental, donde se analizaron las acciones desempeñadas por las tres principales calificadoras de riesgos: Standard and Poors, Moody's y Fitch, en el desarrollo y profundización de la crisis subprime. La calificación favorable emitida por éstas impulsó la bursatilización de ciertos instrumentos financieros o emisoras, pero de igual forma, su posible conflicto de intereses se tradujo, en problemas o fallas en el sistema financiero mundial.

1 Todos los comentarios y opiniones presentadas en este artículo, son de exclusiva responsabilidad de los autores, basados en el enfoque y análisis presentados en el mismo.

2 Licenciatura en Contaduría con área terminal en Finanzas por la Universidad Veracruzana.

3 Investigador de Tiempo Completo en el área de Finanzas de la Universidad Veracruzana. Doctorado en Estudios Empresariales por la Universidad de Barcelona.

4 Investigadora de Tiempo Completo en el área de Finanzas de la Universidad Veracruzana. Maestría en Alta Dirección y Gestión Administrativa por la Universidad de Xalapa.

Palabras clave

Burbujas especulativas, calificadoras de valores, crisis subprime, ética en las finanzas.

Abstract

The purpose of this article is to present the conclusions of the analysis done about the role played by rating agencies in the development of the subprime financial crisis. A documental analysis was made about the actions carried out by the three main rating agencies: Standard and Poor, Moody's and Fitch, in the development and deepening of the subprime crisis. A favorable rating issued by these companies boosted the securitization of a certain financial instruments or issuers, but in the same way, their conflict of interest evolved into problems or failures in the world financial system.

Keywords

Speculative bubbles, rating agencies, subprime financial crisis, ethics in finance.



Introducción

Una de las crisis financieras que más daños ha causado a todos los mercados financieros internacionales, ha sido la relativamente reciente crisis hipotecaria de 2008, la cual se puede considerar que detonó en Estados Unidos con la caída en bancarrota del cuarto banco de inversión norteamericano: Lehman Brothers, el lunes 15 de septiembre de 2008.

De acuerdo a López (2015), los orígenes de la crisis subprime se encontraron en una burbuja especulativa derivada de la sobrevaloración de los precios de las viviendas en Estados Unidos. Esto vino a sumarse a un entorno de muy bajos tipos de interés a nivel internacional, que incentivó el endeudamiento de las familias y la concesión rápida y fácil, de préstamos y créditos por parte de las entidades financieras norteamericanas. En ese entorno de tasas bajas de interés, las instituciones financieras optaron por conceder créditos al segmento de la población denominado “subprime”, es

decir de escasa solvencia y, por tanto, mucho riesgo de impago, pero que les permitía cobrar tasas de interés más altas.

Adicionalmente, la falta de revelación de operaciones fuera de balance en los estados financieros de los bancos, de cuyos riesgos, las firmas y auditores externos no advirtieron o revelaron, así como, las presiones por la colocación o comercialización de los activos de la Banca Norteamericana y las altas notas otorgadas por las agencias de rating a estos instrumentos financieros, facilitaron aún más su propagación. Como consecuencia, el papel de las agencias de rating que otorgaron calificaciones AAA a hipotecas basura fue muy cuestionado, al grado de verse afectada su reputación y generar desconfianza e incertidumbre en los usuarios e inversionistas del sistema financiero.

Por lo anterior, el objetivo principal del artículo es presentar algunas reflexiones derivadas de una investigación documental realizada, sobre el papel que jugaron las empresas calificadoras de riesgo en el desarrollo de la crisis subprime. Para dicha investigación las fuentes utilizadas fueron periódicos, revistas, diccionarios económicos, artículos electrónicos, páginas web, reportes, trabajos de grado, base de datos, boletines, material educativo y publicaciones oficiales de diferentes instituciones financieras, entre otras.

Al realizar la investigación nuestras hipótesis fueron las siguientes:

- $H1_0$: Las agencias calificadoras de valores ahondaron, en gran medida, la crisis financiera del 2008.
- $H2_0$: Alguna(s) agencia(s) calificador(a)s de valores tuvo/tuvieron mayor participación en las actividades que propiciaron la crisis financiera del 2008”.

Las agencias objeto de estudio fueron: Standard & Poor's, Moody's y Fitch y los criterios para realizar el estudio comparativo: a) Magnitud y prestigio de cada agencia calificador de valores, b) Impacto de la crisis subprime en el precio de las acciones, c) Metodología de calificación, d) Calificación de

las hipotecas subprime, e) Sanciones a las agencias calificadoras de valores consecuencia de su participación en la crisis subprime y f) Conflicto de intereses.

Entre los principales hallazgos, se encontró que el haber otorgado calificaciones AAA a instrumentos financieros de alto riesgo permitió el veloz desarrollo de los mismos, formándose un mercado para ellos. En un inicio, al ser instrumentos relativamente nuevos y representar altos rendimientos, los inversionistas conservadores fueron cautelosos al utilizarlos. Sin embargo, al contar con calificaciones AAA otorgadas por las agencias calificadoras de riesgos, se comercializaron en grandes cantidades tanto en Estados Unidos como en todo el mundo. Es decir, las elevadas calificaciones otorgadas permitieron su propagación en los mercados internacionales.

El resto de este documento se integra de la siguiente forma: la sección dos aborda el tema de las empresas calificadoras de valores y su papel en la crisis subprime, la sección tres describe los aspectos fundamentales de la crisis subprime, la sección cuatro presenta los resultados del estudio comparativo de las calificadoras de valores en este contexto. En la sección cinco se presentan algunos planteamientos para discusión y conclusiones de la investigación y, finalmente, la sección 6 integra las referencias consultadas.

Empresas calificadoras de valores y su papel en la crisis subprime.

La principal actividad de una calificadora de valores, es emitir una opinión sobre la probabilidad de impago sobre una emisión de deuda ya sea de un emisor público o privado. Dicha opinión, que se traduce en una calificación, permite al inversionista rankear distintos títulos de deuda, en cuanto a la posibilidad de que el emisor pueda ser capaz de cumplir con sus obligaciones. Al participar del mercado de valores se está invirtiendo el capital esperando la obtención de ganancias, pero al invertir existen riesgos entre los cuales se encuentran: el riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo operativo, entre otros.

La calificación de valores toma en cuenta principalmente dos aspectos: la calidad crediticia y el riesgo de mercado. La calidad crediticia, mide la capacidad de los emisores de pagar sus deudas y evalúa la calidad de los activos que conforman la cartera de inversión, dicho en otras palabras, el riesgo de crédito. Mientras el riesgo de mercado, mide el grado de sensibilidad del valor de las inversiones y de la cartera en su conjunto, ante los cambios en las variables económicas o factores de mercado, como variaciones en el tipo de cambio, tasas de interés, etc.

De acuerdo a Losada (2009), las agencias de rating cumplen en el mercado el papel de intermediarias de información, es decir, revelan información privada al mercado y ayudan a los inversores a distinguir entre los emisores con un riesgo de crédito alto y los que tienen un riesgo de crédito bajo. El objetivo, en la mayoría de los casos, es establecer la probabilidad de que el emisor de un título de deuda no pague sus obligaciones a sus poseedores dentro de un periodo determinado de tiempo; para los bonos bursátiles los ratings se determinan a través de la pérdida esperada.

Una calificación crediticia es una opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos. Dicha calificación de valores se lleva a cabo mediante el uso de cierta metodología, la cual se integra de criterios y modelos de calificación.

Siguiendo lo que establece Fitch Ratings (2014), las metodologías deben identificar y explicar la importancia de cada factor de calificación. Los factores pueden ser cuantitativos y cualitativos. Si las metodologías consideran las razones financieras en el análisis de calificación, se incluirá una explicación de cómo dichos ratios se relacionan con las calificaciones. Cuando el análisis de razones financieras sea utilizado como un factor en la determinación de las calificaciones, las metodologías deberán incluir medianas y rangos para cada categoría de calificación para las razones financieras clave.

De acuerdo a Colombia Capital (2015), algunas de las ventajas que ofrece la calificación de valores son:

- Contribuye a una mayor transparencia y uso de la información en el mercado.
- Brinda una mayor eficiencia al mercado al posibilitarse fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos.
- Facilita a los inversionistas institucionales diseñar portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo.
- Permite a los inversionistas involucrar fácilmente el factor riesgo en la toma de decisiones y tener un parámetro de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión.
- Posibilita la ampliación del número de emisores e inversionistas que acuden al mercado público.

De esta forma, las calificaciones emitidas por las agencias calificadoras de riesgos, sobre emisiones o entidades, permiten al inversionista acceder a información de manera fácil y sencilla, ahorrándoles los recursos financieros que implicaría contratar analistas particulares. Aunque las calificaciones que otorgan estas instituciones son una opinión sobre la calidad crediticia de la entidad o emisión y de ninguna forma refieren a una recomendación sobre la compra o venta de un determinado valor, pueden servir de referencia para la toma de decisiones de compra-venta de valores de determinada entidad o emisora.

En 1975, la SEC (Securities and Exchange Commission) creó un sistema de registro para las agencias de rating. Mediante este sistema, las agencias denominadas National Registered Statistical Rating Organization⁵ (NRSRO) eran las únicas que podían emitir ratings para ser usados en la regulación financiera. Para convertirse en NRSRO, la agencia debía disponer del reconocimiento del mercado. Aparte de la SEC, otros reguladores, tanto federales como estatales decidieron admitir en sus regulaciones solo ratings provenientes de agencias NRSRO. Las agencias NRSRO fueron: Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A.M. Best Company,

5 La Credit Rating Agency Reform Act de 2006 entró en vigor el 1 de enero de 2008. Con esta Ley se reforma el sistema NRSRO que pasa a denominarse Nationally Recognized Statistical Rating Organization.

Dominion Bond Rating Service Ltd, Japan Credit Rating Agency Ltd, R&I Inc, Egan-Jones Rating Company y LACE Financial.

Mientras, en diciembre de 2004, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó el documento “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (El Código IOSCO), en el que se marcan las pautas para el buen funcionamiento de las agencias. El Código consiste básicamente en reglas sobre normas de conducta que las agencias deberían seguir para garantizar que:

1. Aseguren la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de los ratings.
2. Se mantengan independientes y eviten conflictos de interés.
3. Asuman su responsabilidad ante los inversores y emisores, aumentando la transparencia en sus metodologías y tratando de manera adecuada la información confidencial con que los emisores les proveen.

Para este análisis se eligieron como objeto de estudio a las tres principales agencias calificadoras en el mundo: Standard & Poor’s (S&P), Moody’s y Fitch, por ser las más representativas y contar con casi el 80% del mercado de rating. Las tres cotizan en bolsa, S&P y Moody’s en New York, mientras Fitch lo hace en Paris, y todas son agencias reconocidas NRSRO. Se investigó sobre los principales accionistas de dichas agencias y se encontró que Moody’s y S&P comparten seis de sus 10 accionistas (Boixados, 2011).

Crisis financiera Subprime.

Generalidades

La crisis financiera subprime es considerada la más desastrosa en la historia desde el crack de 1929. Varios fueron los agentes económicos participantes de ésta, entre ellos, las agencias calificadoras de valores, cuya actuación podría seguir siendo cuestionada todavía. A continuación, se describen de manera sintetizada los principales eventos que la desencadenaron, su

desarrollo y daños provocados al sistema financiero internacional.

Se le denomina crisis financiera subprime a la crisis financiera que tuvo su estallido el 15 de septiembre del 2008, cuando el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en banca rota. También se le conoce como crisis hipotecaria o crisis NINJA. Esta crisis afectó por un lado, a aquellos que tomaron préstamos hipotecarios y que al no poder pagarlos incurrieron en default, perdiendo sus casas al tener que entregarlas a los prestamistas. Por otro lado, también afectó a los inversionistas que tenían acciones en las instituciones financieras afectadas y a los miles de trabajadores que se quedaron sin empleo, como consecuencia de los movimientos abruptos en el sistema financiero. Además, los consumidores dejaron de gastar en bienes de consumo y la producción mundial cayó provocando pérdidas millonarias y quiebras.

Manera general, entre los principales hechos que la desarrollaron se encuentran entre otros: el exceso de liquidez en escala mundial, una baja generalizada de las tasas de interés y el alza del precio de los activos que favorecieron la expansión de los créditos hipotecarios derivados también de programas oficiales para la adquisición de vivienda en USA, lo cual generó una burbuja inmobiliaria durante varios años, la cual debió haber sido detectada por el Federal Reserve System (FED). Aunado a lo anterior, las fallas en la supervisión de la cartera de créditos y en general fallas regulatorias permitieron una mayor flexibilidad para el otorgamiento de los créditos hipotecarios. Es decir, la concesión de hipotecas se empezó a otorgar a clientes con escasos recursos a los que, Abadía (2009) les denominó NINJAS (por: no income, no job, no assets); en otras palabras, préstamos a personas sin ingresos, sin trabajo y sin patrimonio. Igualmente, la creación de nuevos y complejos instrumentos respaldados por hipotecas (CDO⁶, MBS⁷ y CDS⁸), la disminución de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas hacia dichos instrumentos, debido a los altos ratings concedidos por Moody's, Standard & Poor's y Fitch a los mismos, la falta de

6 Collateralized Debt Obligations.

7 Mortgage Backed Securities.

8 Credit Default Swaps.

regularización financiera al respecto y la especulación en la compra y venta de inmuebles alcanzando límites insostenibles, permitieron el desarrollo de la más grande crisis hipotecaria hasta el momento. Posteriormente, el alza progresiva de las tasas de interés por parte del FED, desencadenó el pinchazo de esta burbuja especulativa.

Por otra parte, el negocio bancario en relación a las hipotecas subprime era muy atractivo para las instituciones financieras, ya que implicaba que los bancos cobraban a los “NINJAS” un tipo de interés superior y unas comisiones mayores debido a que la operación envolvía un mayor riesgo crediticio. Los bancos procedieron a la titularización de esas hipotecas, lo que se denominó, Mortgage Backed Securities (MBS), que se colocaron tanto en el mercado estadounidense como en los mercados internacionales. Dichos instrumentos se clasificaban en: Investment Grade, Mezzanine Grade y Equity Grade, los cuales se recalificaban y comercializaban en paquetes que incluían hipotecas buenas, regulares y malas; obteniendo así la máxima calificación que correspondería a las Investment Grade. Estos MBS se denominaron Collateralized Debt Obligation (CDO).

Las hipotecas eran generadas por las empresas hipotecarias, para después ser vendidas a los bancos de inversión quienes se encargaban de reempaquetarlas en MBS y CDO's y venderlas a los hedge funds, fondos de inversión, fondos de pensiones o trasladarlas a los vehículos de propósitos específicos. Mientras tanto, las aseguradoras de deuda, aseguraban los CDO's mediante los Credit Default Swap (CDS) y si el CDO resultaba en default, las aseguradoras de deuda cubrían las pérdidas que resultaran.

Según Ruiz (2010), las hipotecas subprime: “se refieren a préstamos residenciales que no cumplen con un mínimo de requisitos de seguridad con relación a su liquidación, por lo que la probabilidad de que no sean pagados es alta y por lo tanto la tasa de interés a la que se pacta, también es alta.” La clasificación “subprime” se otorga en función del historial crediticio del solicitante del servicio de la deuda, con relación a su ingreso personal y el valor del préstamo, y con base en el valor del inmueble que se pretende adquirir.

Es importante señalar que, las hipotecas subprime suelen contratarse a tipo de interés variable, siendo la hipoteca subprime estándar del tipo 2/28 o 3/27, es decir, con un tipo de interés fijo durante los dos o tres primeros años y ajustable con posterioridad (ARM – Adjustable Rate Mortgage). Lo anterior puede conllevar a la aplicación de tipos de interés conocidos como “anzuelo” o teaser durante los dos o tres primeros años y que, por tanto, inicialmente el prestatario pueda hacer frente sin problemas al pago de los términos. Sin embargo, una vez transcurrido ese periodo, el prestatario se puede encontrar con una fuerte subida en la cuantía de intereses, subida que puede ponerle en una situación más que delicada (Navarro, 2008). De acuerdo a Pineda (2011), con estos tipos de hipotecas los deudores enfrentaron dos grandes problemas:

- Un “shock” de pago, que significa que los pagos pueden subir mucho, hasta el doble o el triple, después del período de sólo interés, o cuando se ajustan los pagos, haciendo muy difícil o imposible el pago del crédito.
- “Amortización negativa”, que se presenta cuando los pagos no cubren todo el interés adeudado, de modo que el interés restante se suma al saldo de la hipoteca y el monto del adeudo aumenta por encima del monto original. Es decir, el monto del préstamo aumenta cada mes, en lugar de disminuir. (p. 145)

Participantes de la crisis financiera subprime.

Entre los participantes de la crisis hipotecaria subprime destacan: los bancos de inversión, las aseguradoras de deuda, las empresas hipotecarias patrocinadas por el gobierno, los reguladores financieros y las agencias calificadoras de valores. A continuación se describe brevemente la implicación en la crisis subprime, de los primeros cuatro participantes, dejando la explicación de la intervención por parte de las agencias calificadoras, para el estudio comparativo que se presenta en la sección 4 de este trabajo.

Bancos de inversión

Siguiendo a Ferrer (2009) a inicios de 2007, los bancos de inversión empezaron a solicitar el pago de los préstamos concedidos a bancos y sociedades hipotecarias, los cuales tuvieron que enfrentarse a su vez con los impagos por parte de los clientes a quienes les habían concedido las hipotecas y que no podían hacer frente a dichos pagos. La situación anterior llevó a que los bancos y sociedades hipotecarias tuvieran que enfrentar grandes pérdidas o incluso declararse en quiebra por no poder cumplir con dichos pagos a los grandes bancos de inversión. Lo anterior generó una baja generalizada en el mercado de valores de Estados Unidos y a nivel mundial, los cuales tuvieron su mayor caída durante 2008, llevando a una gran inestabilidad financiera que trajo consecuencias tales como: quiebras, nacionalizaciones e intervenciones de instituciones financieras. Entre ellas una de las más relevantes la quiebra del banco de inversión Bear Stearns.

A continuación se presentan, de manera sintética, los hechos más relevantes de los principales bancos de inversión dentro de la crisis subprime, siguiendo lo presentado por Guevara y Parra (2013):

- Lehman Brothers: En 2003 y 2004, con el boom inmobiliario de Estados Unidos, Lehman adquirió cinco prestamistas hipotecarios, incluyendo BNC Mortgage y Aurora Loan Services, especializada en Alt-A préstamos⁹. En 2007, Lehman financió más valores respaldados por hipotecas que cualquier otra firma, acumulando una cartera de \$85 mil millones de dólares. El 15 de septiembre de 2008, la compañía hizo pública su quiebra, (que hasta el momento se ha considerado la mayor quiebra de la historia con un pasivo de \$613,000 millones de dólares) ante el fracaso de las negociaciones con las dos entidades que en un principio se perfilaban como posibles compradores: Bank of América y el grupo británico Barclays.
- Bear Stearns: fue un banco de inversión global y Broker de valores fundado en 1923 en Nueva York, Estados Unidos, por Joseph Bear,

⁹ Prestamos hipotecarios en los que el perfil de crédito se ubica entre en nivel prime y subprime.

Robert Stearns y Harold Mayer. Bear Stearns se dedicó en gran parte a la bursatilización y emitió una gran cantidad de valores respaldados por hipotecas, lo que le generó grandes pérdidas que llevó a que en 2008 la empresa finalmente se desplomara. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York intentó salvarlo por medio de un préstamo de emergencia, pero al no dar resultado, la empresa fue vendida a JP Morgan Chase a \$10 dólares la acción.

- Morgan Stanley: fue promotor de la crisis subprime por realizar operaciones de alto riesgo, lo que llevó a la empresa al borde de la quiebra. Para no llegar a la bancarrota, el FED autorizó al banco para que dejara de ser un banco de inversión y se convirtiera en un banco comercial, al igual que Goldman Sachs.
- Goldman Sachs: En la crisis de 2008, la única manera que se encontró para que Goldman Sachs no cayera en bancarrota, fue que la Reserva Federal lo autorizara para que dejara de ser un banco de inversión y se volviera un banco comercial. Fue fuertemente criticado en la crisis subprime por el conflicto de intereses que se generaba al haber tenido empleados que fueron Secretarios del Tesoro, un Primer Ministro de Italia y hasta el presidente del Banco Central Europeo: Mario Dragui.
- JP Morgan Chase: En pleno auge de los préstamos hipotecarios, el precio de la acción estaba correlacionado positivamente con los ingresos operacionales de la compañía desde 2002. En el año 2003 JP Morgan Chase registró ingresos operacionales de \$33,384 millones de dólares creciendo un 13% con respecto al año anterior y manteniéndose con la tendencia hasta el año 2007. En el año 2008, después de que la burbuja inmobiliaria había estallado, fue la primera vez que la compañía registró una disminución en sus ingresos.
- Merrill Lynch: Merrill Lynch & Co., Inc. es una empresa en la industria de seguros y finanzas fundada en 1914 por Charles E. Merrill y Edmund C. Lynch en la ciudad de Nueva York, Estados Unidos. Fue adquirida por Bank of America, para salvarla de la crisis subprime, en septiembre de 2008, por un monto de \$44,000 millones de dólares. Merrill Lynch, fue una de las empresas que registró, en la crisis de 2008, unos de los cambios negativos en ingresos operacionales de mayor magnitud. En el 2007 el decrecimiento en su actividad operacional alcanzó un -65%

con respecto al año 2006.

- Citigroup: Citibank fue fundada en 1812 en la ciudad de Nueva York, Estados Unidos, siendo uno de los bancos más antiguos del mundo. La empresa tuvo grandes efectos negativos con la crisis de 2008, pues llegó a registrar pérdidas de más de \$9,800 millones de dólares en el último trimestre de 2007 con un descenso de aproximadamente el 50% en el valor de sus acciones en sólo un año.

Aseguradoras de deuda

De acuerdo a Renmax (2008): las aseguradoras de deuda o monoline insurers trabajan con un solo producto: deuda. Las entidades financieras pueden, a través de estas, eliminar o disminuir drásticamente el riesgo crediticio. El instrumento derivado utilizado por las aseguradoras para realizar estas operaciones es el CDS (Credit Default Swap), un contrato bilateral donde las contrapartes acuerdan transferir el riesgo crediticio. La parte compradora del riesgo (las aseguradoras), recibe el pago de una prima periódica por parte del vendedor del riesgo, quien a cambio recibirá un pago contingente si ocurre determinado evento crediticio (default).

La American International Group, Inc. (AIG) fue fundada por Cornelius Vander Starr en 1919 en Shanghái, China. Fue una de las empresas que se vio más expuesta con la crisis subprime pues aseguraba los títulos basura que los bancos tenían. Al tener un seguro que respondía por las pérdidas de valor de los títulos, permitió que los bancos asumieran mayores riesgos al saber que AIG respondería por los Collateralized Debt Obligation (CDO). De ésta forma, JP Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs y Citigroup empezaron a apostar en contra de los mismos títulos que poseían. Eventualmente, el FED compró el 80% de activos de AIG a cambio de un préstamo de \$85,000 millones de dólares, lo que se considera la más importante intervención económica en toda la historia del FED (Guevara y Parra, 2013).

Empresas hipotecarias patrocinadas por el gobierno: Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae.

Siguiendo a Dodd (2007) hasta 1938 el mercado hipotecario estadounidense estuvo integrado básicamente por instituciones de depósito reguladas, como bancos y cajas de ahorro y préstamo, quienes trabajaban de la forma tradicional en cuestión de préstamos. Es decir, estas instituciones emitían créditos para financiar viviendas a través de los depósitos que recibían de sus ahorradores, por lo tanto ellas asumían el riesgo de crédito, de mercado y de liquidez. Derivado de esto, y con el fin de dar mayor liquidez y mayor inversión al mercado hipotecario, en 1938 el presidente Roosevelt fundó una asociación hipotecaria federal conocida como Fannie Mae. Esta asociación estaba encargada de crear un mercado secundario mediante la compra en efectivo de las hipotecas a las instituciones financieras, lo que les permitía a éstas últimas tener mayor capital para seguir otorgando préstamos y transmitir los riesgos de crédito y liquidez a Fannie Mae.

Posteriormente en 1968, el Presidente Johnson reorganizó el mercado hipotecario patrocinado por el gobierno, canalizando ciertas hipotecas a otra nueva organización conocida como Ginnie Mae. Paralelamente, privatizó las actividades de Fannie Mae, convirtiéndola en una institución bajo control privado pero que conservaría ciertas obligaciones de financiar viviendas de bajo costo a un sector de la sociedad. (Dodd, 2007).

Después en 1970, Ginnie Mae creó los mortgages backed securites (MBS) transfiriendo a los inversionistas el riesgo de mercado y eliminando del presupuesto federal gran parte de la deuda contraída para financiar los programas públicos de vivienda. En ese mismo año, se fundó una tercera sociedad de este tipo conocida como Freddie Mac, la cual se encargó de bursatilizar hipotecas y competir con Fannie Mac después de su privatización. Eventualmente los modelos de negocios de estas dos instituciones fueron convergiendo, y juntos fueron capaces de otorgar volúmenes muy grandes de financiamiento, mediante la compra de hipotecas de bajo riesgo que conservaban en sus carteras y convirtiendo una gran cantidad de hipotecas en MBSs. (Dodd, 2007).

Durante la crisis financiera subprime, el portafolio de inversiones de Fannie Mae ascendía a \$736,900 millones de dólares, mientras que el

de Freddie Mac equivalía a \$770,400 millones de dólares. Incluyendo los bonos hipotecarios que garantizaba, el registro de todos los negocios de Fannie Mae alcanzó los \$3 mil millones de dólares, mientras, Freddie Mac alcanzó los \$2.2 mil millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas, ambas empresas abarcaron casi la mitad de todo el mercado hipotecario de Estados Unidos entre 2002 y 2008. (Expansión, 2008).

En este sentido y considerando la participación de este tipo de instituciones en la crisis subprime, de acuerdo a Ladrón de Guevara y Meléndez (2011) el principal problema no fue solamente que los bancos de inversión estuvieran realizando las prácticas mencionadas anteriormente; sino que otras instituciones financieras como las gigantes empresas hipotecarias patrocinadas por el gobierno, como Fannie Mae y Freddie Mac presentaron en 2007 un ratio de apalancamiento combinado de 75 a 1. Además, todo este apalancamiento en diferentes instituciones financieras fue frecuentemente ocultado en posiciones en derivados fuera de balance, lo cual hay que reconocer que representaba información que no era del conocimiento de las calificadoras de riesgo, y por lo tanto estaban fuera de su responsabilidad a la hora de emitir una opinión. Por otro lado, las instituciones financieras no fueron los únicos prestamistas, la deuda hipotecaria en Estados Unidos del 2001 al 2007 casi se duplicó, y el monto de la deuda hipotecaria por hogar ascendió más del 63% de \$91,500 USD a \$149,500, aún cuando los sueldos permanecieron casi al mismo nivel.

Reguladores financieros

Otro aspecto importante a resaltar, es el papel de las instituciones reguladoras en la crisis subprime. A este respecto, siguiendo a The Financial Crisis Inquiry Commission (2011) la fe en la naturaleza auto-correctiva de los mercados y en la capacidad de las instituciones financieras para vigilarse efectivamente, hizo que los centinelas no estuvieran en sus puestos. Este fue el gran error de la regulación financiera que luego fue corregido por Basilea III. Por esta razón, el problema de la crisis subprime puede aducirse quizás principalmente a fallas en la regulación; las calificadoras de riesgo fueron un participante más del mercado sujetas a una regulación

deficiente. Igualmente, The Financial Crisis Inquiry Commission (2011) señala que la desregulación y confianza en la auto-regulación de las instituciones financieras en los últimos 30 años había eliminado las salvaguardas clave que podrían haber ayudado a evitar esta catástrofe. La última administración de la Reserva Federal en esos años, junto con varios Congresos y Administraciones Federales consecutivas, había establecido las condiciones para dejar a las instituciones actuar con casi toda la libertad y sin regulación en muchos aspectos. El poder económico de estas instituciones y las grandes contribuciones a las campañas políticas pueden hacer pensar en la fuerte influencia que éstas ejercieron en los reguladores. De 1999 a 2008, el sector financiero gastó \$2.7 billones de dólares en gastos de cabildeo y más de \$ 1 billón en contribuciones a campañas. Esta situación ha dejado huecos en áreas críticas sin supervisión donde trillones de dólares estuvieron en riesgo, tales como los mercados de derivados over the counter (OTC). (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011).

Adicionalmente, aunque los reguladores se justificaron así mismos argumentando la falta de poder para proteger el sistema financiero, en la opinión de los autores, hay muchas áreas donde ellos tenían poder pero decidieron no utilizarlo. Por ejemplo, la Comisión el Mercado de Valores (Securities and Exchange Commission, SEC) pudo haber requerido más capital y haber detenido las prácticas riesgosas en los grandes bancos de inversión, pero no lo hizo. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York pudo haber hecho cumplir medidas más estrictas contra los excesos de Citigroup al inicio de la crisis, pero no lo hizo tampoco. En general, los reguladores permitieron seguir operando normalmente a las instituciones aún, cuando éstas enfrentaban muchos problemas. Nunca ocurrieron cambios en el sistema regulatorio aún, cuando los mercados financieros evolucionaron, lo cual hizo que Estados Unidos fuera privado de la fuerza e independencia para asegurar la estabilidad financiera del sistema.

Estudio comparativo de la participación de las Agencias Calificadoras de Valores en la crisis Subprime.

Se tiene claro que las calificaciones que otorgan las agencias de rating

representan una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad o emisión, y de ninguna forma refieren a una recomendación sobre la compra o venta de un determinado valor; sin embargo, la gente espera demasiado de las calificaciones que otorgan a los instrumentos que evalúan. Es esa excesiva confianza en dichas agencias, aunada a la falta de regulación y al conflicto de intereses que existe entre las mismas y los emisores e instrumentos calificados, que las sitúan como una de los responsables del desarrollo de la crisis subprime.

Si bien es cierto que existen en el mundo alrededor de 130 agencias calificadoras, sólo tres, las más importantes de ellas, analizaron y calificaron grandes cantidades de hipotecas subprime e instrumentos reempaquetados. Por lo anterior, se eligieron a esas tres agencias calificadoras: Standard & Poor's, Moody's y Fitch, como objeto de estudio. Hay que señalar que estas agencias no solo vieron afectada su reputación, después de rebajar miles de calificaciones AAA otorgadas a hipotecas y productos financieros reempaquetados, sino que también, el precio de sus acciones, sus ingresos e indicadores financieros, fueron perjudicados negativamente. Además, como una forma de tratar de resarcir los daños provocados al mercado financiero, se les aplicaron multas millonarias requeridas por los juzgados de E.U. (BBC, 2015; El País, 2015; Agencia EFE, 2017; El Economista, 2018).

El principal problema al valorar estos instrumentos financieros tuvo que ver también con el conflicto de intereses que existía entre el calificado y las agencias calificadoras, puesto que son los primeros los que pagan el servicio de calificación, estableciendo relaciones de largo plazo con las agencias, representando así un ingreso fijo para ellas. De esta forma, las agencias pueden perder su independencia de criterio y actuar a favor de los calificados, otorgándoles mejores calificaciones de las que corresponden o prolongando acciones de rebaja, con tal de no perder a sus clientes y asegurar futuros contratos para la calificación de otras emisiones (BBC, 2010; González, 2012).

A continuación se presentan los criterios que se analizaron y compararon

en esta investigación:

Magnitud y prestigio de cada agencia calificadora de valores.

Se analizó la magnitud y prestigio de cada agencia calificadora de valores de acuerdo a dos enfoques: su participación en el mercado y sus indicadores financieros.

Participación en el mercado

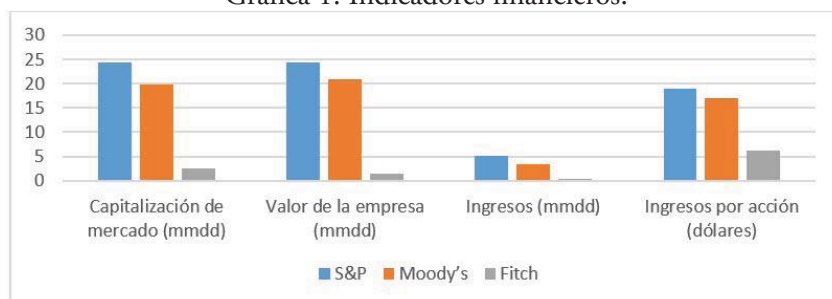
Al analizar la participación en el mercado, se encontró que S&P cuenta con el 37% del mismo, Moody's el 34%, Fitch el 16% y el resto cuenta con sólo con el 13% (Expansión, 2015). De esta manera, una calificación otorgada por S&P o por Moody's podría tener un mayor impacto en el mercado, ya que, debido a su participación en el mismo, podría interpretarse por parte de los inversores como una señal de mayor confianza en la emisión calificada. Por lo anterior, una opinión de éstas agencias debería ser incluso más confiable que las de cualquier otra.

Indicadores financieros

Se elaboró una comparación de cuatro indicadores financieros: a) capitalización del mercado (Intradía), b) valor de la empresa, c) ingresos totales e d) ingresos por acción (últimos doce meses), de las tres agencias de valores estudiadas. Los datos fueron obtenidos de Yahoo Finanzas al 6 de octubre de 2015. Moody's y McGraw Hill Financial (S&P) presentan sus datos en dólares mientras Fimalac (Fitch) los presenta en Euros. Los últimos se convirtieron a dólares con la finalidad de otorgar homogeneidad al análisis, siendo el tipo de cambio EUR: USD al 6 de octubre de 2015 de 1.127 dólares.¹⁰

¹⁰ Los datos utilizados corresponden a la información disponible por parte de los autores al momento de realizar esta investigación.

Gráfica 1. Indicadores financieros.



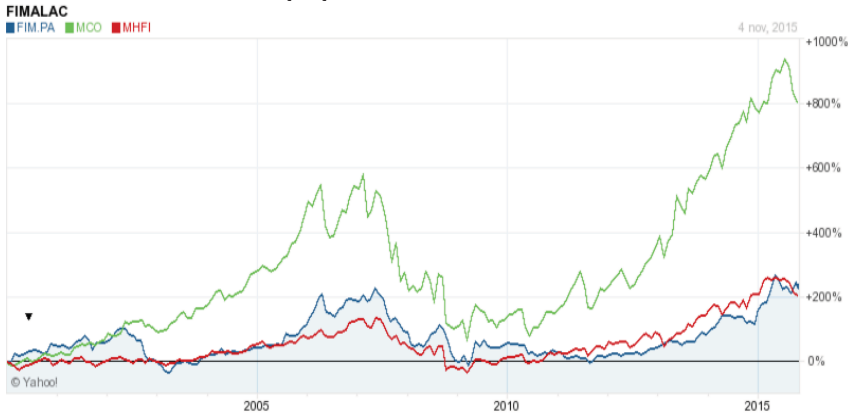
Fuente: Elaboración propia basada en Estadísticas clave-Yahoo Finanzas (2015a, 2015b y 2015c).

Después de analizar la gráfica 1 se concluye, que nuevamente, Standard & Poor's lidera el mercado de calificación de valores, ya que presenta mejores cifras. Aventaja por cerca de \$4 mil millones de dólares tanto en capitalización de mercado como en valor de la empresa a Moody's, mientras que ha percibido alrededor de \$2 mil millones de dólares más que ésta en ingresos. Fitch, de acuerdo a las cifras, se encuentra en un nivel de operación inferior a las otras dos.

Impacto de la crisis subprime en el precio de las acciones.

A través de la plataforma Yahoo finanzas, se obtuvieron, los rendimientos de las acciones de Moody's, S&P (representada por McGraw Hill Financial) y Fitch (representada por Fimalac), por un periodo de 15 años (2000-2015). En la gráfica dos, se presentan los rendimientos en porcentajes y se analizaron con la finalidad de conocer el impacto que tuvo la crisis subprime en el valor de sus acciones y tratar de determinar cuál de estas agencias ha recuperado, en mayor proporción, la confianza del público inversor.

Gráfica 2. Comparación de los rendimientos de las acciones de S&P, Moody's y Fitch durante los últimos 15 años.



Fuente: Yahoo Finanzas (2015d, 2015e y 2015f).

La gráfica nos muestra como los rendimientos de las acciones de Moody's fueron muy superiores a los de S&P y Fitch, en todo el periodo analizado, y que incluso en la gran caída del 2008-2009, esta agencia mantuvo rendimientos positivos, mientras las otras dos agencias obtuvieron rendimientos negativos o muy cercanos al 0%, durante los momentos más complicados de la crisis. Así mismo, se aprecia por sus altos rendimientos, que Moody's fue la agencia que obtuvo más beneficios como resultado del negocio con las hipotecas subprime de 2000 a 2006. De igual manera, fue la agencia que logró recuperar en mayor proporción la confianza de los usuarios de la información financiera proporcionada por las agencias calificadoras de valores. Pese al repunte en los rendimientos de las tres agencias calificadoras, después de la crisis subprime, éstos disminuyeron en menor porcentaje en 2015; y esto, debido a las multas económicas impuestas a S&P por su participación en la calificación de hipotecas de alto riesgo.

Metodología de calificación

El análisis de las calificaciones y rebajas de las mismas, no se centrará en los CDO's y CDS, ya que desafortunadamente no se encuentran a disposición

del público general, reportes oficiales sobre las actividades de calificación para estos dos instrumentos. Sin embargo, se considera que el análisis de las metodologías, calificaciones y rebajas de los productos estructurados como los CMBS y RMBS nos dan una gran idea del papel que jugaron las agencias en el desarrollo de la crisis financiera subprime, ya que estos productos se encontraron integrados también por hipotecas subprime, y por tanto, tuvieron un tratamiento muy similar.

Al comparar el “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas” de Fitch Ratings (2014) contra la metodología de Moody’s (2015) “Símbolo y definiciones de Calificaciones”, se llegó a la conclusión de que ambas calificadoras tienen como objetivo la evaluación de los mismos riesgos o factores. Sin embargo, la falta de información cuantitativa de ambas metodologías, puede deberse por un lado, a la falta de precisión en éstas al calificar instrumentos relativamente nuevos, o por otro lado, a que las agencias hacían mayor énfasis en el juicio personal al momento de evaluar los instrumentos. Dentro de esta comparación no se encuentra la metodología de Standard & Poor’s, debido a que la agencia maneja metodologías específicas para cada tipo de producto que integran el financiamiento estructurado. Estas metodologías pueden ser consultadas en las páginas oficiales de ambas agencias.

Calificación de las hipotecas subprime

La calificación de las hipotecas subprime contenidas en instrumentos hipotecarios estructurados fue clave esencial para el desarrollo de la peor crisis financiera desde 1929, debido a que con base en ella, los instrumentos fueron colocados entre las diversas clases de inversionistas y los intereses fueron pagados según el riesgo que contenían.

Riesgo y morosidad (2008), indica que para calificar estos bonos subprime:

Las agencias solicitan a los bancos la información sobre los préstamos que componen el bono. Una emisión de bonos subprime podría estar compuesto por más de 3.000 préstamos hipotecarios subprime

y podían llegar a tener un valor de \$400 millones de dólares. Por tanto, el analista de la agencia recibe la información sobre cerca de 3,000 prestatarios (nombre, importes, localización del inmueble, etc.). Su trabajo no es el de conceder préstamos, por tanto, asumen que el banco o la entidad prestamista ha realizado correctamente su trabajo a la hora de conceder las hipotecas, ellos sólo se encargan de analizar el bono. Por tanto, ni llaman a cada prestatario, ni comprueban sus antecedentes crediticios, ni comprueban el valor de las viviendas, ni el nivel de ingresos, etc.

En este sentido, se puede pensar, una vez más, que el mayor problema en la crisis fue de regulación, ya que las calificadoras realmente solo hacían su análisis con la información proporcionada por los bancos, pero la supervisión sobre el correcto otorgamiento de los créditos concedidos no fue supervisada por el regulador.

Esta misma fuente también nos indica que las agencias de rating basan parte de sus decisiones en estadísticas, por ejemplo, el ratio de morosidad¹¹ en el mercado hipotecario. Si al hacer sus cálculos resulta que los pagos de las hipotecas dan lo suficiente para pagar a los inversores de los bonos, entonces para ellos el bono es bueno, es decir, si los datos históricos indicaban que el ratio de morosidad hipotecaria era del 1%, las agencias, basándose en ese 1%, calificaban los bonos y CDO's como triple A.

Algunas agencias como Moody's, llegaron a calificar un total de \$750 millones de dólares en CDO's, de los cuales otorgaron calificación triple A, a las tres cuartas partes aproximadamente. Durante 2006 y 2007 se emitieron más de \$200.000 millones de dólares en CDO's respaldados por hipotecas basura y el ratio de morosidad del 1% subió al 6% en tan sólo seis meses, después del 10% al 15% y así sucesivamente, hasta alcanzar el 30%. (Riesgo y morosidad, 2008).

11 El índice o ratio de morosidad mide el volumen de créditos considerados morosos sobre el total de operaciones de préstamo y crédito concedido por una entidad financiera (Diccionario Económico-Expansión, 2015).

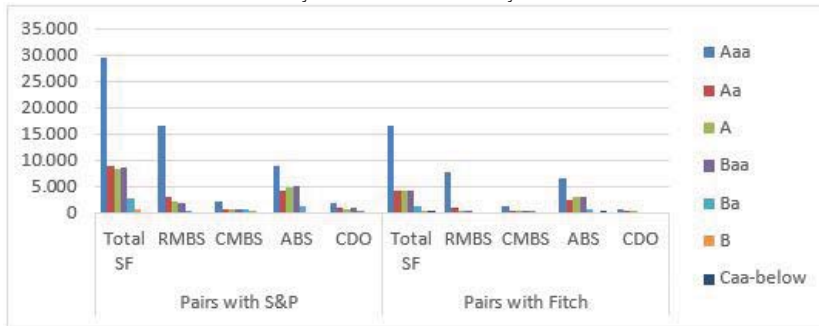
En base a lo anterior, se analizaron las calificaciones otorgadas a las hipotecas subprime, de acuerdo a dos criterios: calificaciones AAA otorgadas a productos de finanzas estructuradas y rebajas en las calificaciones crediticias. Nuestras fuentes fueron informes oficiales emitidos por Moody's y Fitch. Es necesario comentar que encontramos pocos informes oficiales sobre estos dos criterios, ya que hay que recordar que las calificadoras de valores no son públicas y la transparencia en sus operaciones es requerida más no obligatoria.

Calificaciones AAA otorgadas a productos de finanzas estructuradas.

Se analizaron las calificaciones AAA otorgadas a productos de finanzas estructuradas a través del reporte especial de Moody's "Comparing Ratings on Jointly-Rated U.S. Structured Finance Securities: 2007 Update" (2007). Los datos presentados son cifras emparejadas con Moody's, es decir, se muestra la cantidad de calificaciones otorgadas por S&P y Fitch, de acuerdo a producto y rating, que concuerdan con las calificaciones otorgadas por Moody's, más no la cantidad total de calificaciones otorgadas de ninguna de las tres agencias. Este reporte es una actualización del estudio de los créditos de finanzas estructuradas en E.E.U.U. realizado al 28 de febrero de 2006 por Moody's. La base de datos de dicho reporte contenía más de 50,000 tramos calificados por Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Después de la actualización se incluyeron alrededor de 71,000 tramos al 31 de enero de 2007. (Moody's, 2007).

Los sectores comparados a continuación son los productos de finanzas estructuradas: Assets Backed Securities (ABS)/valores respaldados por activos, Collateralized Debt Obligation (CDO)/obligaciones de deuda garantizadas, Residential Mortgage Backed Security (RMBS)/valores respaldados por hipotecas residenciales y Commercial Mortgage Backed Security (CMBS)/valores respaldados por hipotecas comerciales.

Gráfica 4. Conteo del conjunto de calificaciones por nivel de calificación y sector de Moody's.



Fuente: Basada en Moody's (2007). Comparing Ratings on Jointly Structured Finance Securities.

Como se puede observar en la gráfica 4, el número de calificaciones AAA otorgadas por S&P y Moody's a productos de finanzas estructuradas son casi el doble de las calificaciones otorgadas por Fitch. También encontramos que la mayor parte de calificaciones AAA se concentran en los RMBS y los ABS, por haber sido calificados una mayor cantidad de ellos.

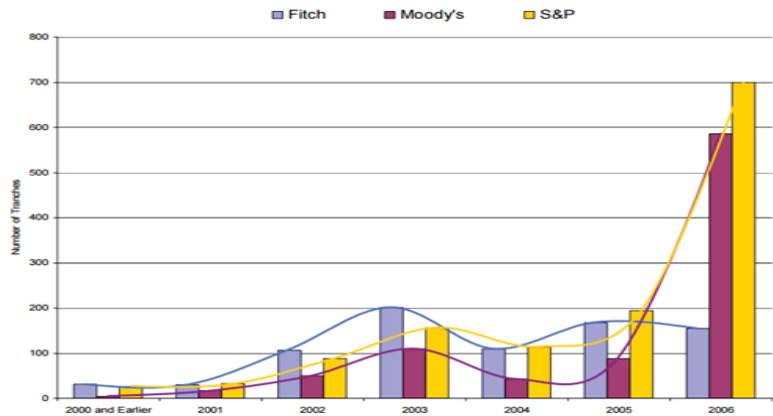
Rebaja en calificaciones crediticias.

También se analizaron las rebajas en las calificaciones de los valores hipotecarios conocidos como RMBS, realizadas por S&P, Fitch y Moody's, a través del reporte oficial publicado por Fitch en Julio de 2007 "U.S. Subprime Rating Surveillance Update". Como se ha mencionado con anterioridad esta investigación está condicionada a la información a la que se tuvo acceso; en este caso, el objeto de estudio serán los Residential Mortgage Backed Securities, que son también instrumentos hipotecarios estructurados y utilizados en los reempaques hipotecarios, los cuales fueron altamente comercializados durante 2000-2008.

En la gráfica 5 se analiza el número de rebajas emitidas en la primera mitad del año 2007 de los RMBS emitidos desde 2000 y años anteriores, hasta los emitidos en 2006. Nuevamente puede observarse que de los

valores emitidos de 2000 a 2005, Fitch fue la agencia que rebajó más calificaciones. Al contrario, Moody's y S&P, rebajaron cantidades menores en las emisiones de 2000 a 2005. No obstante, en 2006 estas dos últimas agencias fueron las más propensas a rebajar calificaciones en las emisiones. En nuestra opinión, lo anterior se puede interpretar como la adopción de un criterio más prudente por parte de Fitch, al darse cuenta, a mediados de 2006, con la caída de los precios de la vivienda, de su error al haber otorgado calificaciones AAA a valores que en realidad eran altamente riesgosos. En consecuencia, quizás optó por rebajar las calificaciones ya emitidas en años anteriores y calificar correctamente las demás emisiones de 2006. La actitud anterior no se ve reflejada en las gráficas correspondientes por parte de S&P y Moody's, y con base en este criterio, se les podría otorgar un mayor grado de culpabilidad.

Gráfica 5. YTD¹² 2007 RMBS Downgrades por agencia y año de emisión.



Fuente: Costello (2007). U.S. Subprime Rating Surveillance Update.

Sanciones a las agencias calificadoras de valores consecuencia de su participación en la crisis subprime.

En su momento, pese al mal papel que jugaron las agencias calificadoras al valorar incorrectamente instrumentos hipotecarios subprime, ninguna

12 Year to date: Lo que va del año o del fin del año anterior a la fecha.

de ellas fue sancionada por sus acciones, al no probarse que éstas hubiesen actuado de mala fe, ni guiándose más bien por sus intereses económicos y no por el bienestar social y la salud de los mercados financieros. Esto debido a que no fueron encontradas culpables, porque se reconoció que había fallas en la regulación, y no en el actuar de las calificadoras. Sin embargo, en 2015 se anunciaron los resultados de las primeras acciones legales en contra de la primera agencia calificadora de valores culpada por su papel en el desarrollo de la crisis subprime: S&P. A continuación se presenta algunas de las sanciones aplicadas a las agencias calificadoras, a través del análisis de noticias publicadas en periódicos.

- El 21 de Enero de 2015, Europa Press señaló que S&P pagaría \$58 millones de dólares para cerrar un par de acusaciones, además de un monto adicional de \$19 millones para terminar litigios con los fiscales generales de Nueva York y Massachusetts
- El 3 de febrero de 2015, BBC News, indicó que S&P había acordado pagar \$1,400 millones de dólares a reguladores estadounidenses por las acusaciones de las altas calificaciones otorgadas a bonos hipotecarios subprime. El acuerdo con el Departamento de Justicia resolvía otros 19 juicios y cubría las calificaciones otorgadas a bonos hipotecarios entre 2004 y 2007.
- El 14 de enero de 2017, la Agencia EFE, reportó que Estados Unidos multó a Moody's con 864 millones de dólares por su rol en la crisis subprime, engañando a los inversores al inflar la calidad crediticia de las hipotecas. El Departamento de Justicia señaló que la agencia utilizó un método diferente y más laxo, y que los inversionistas confiaron en que las calificaciones crediticias de Moody's fueran objetivas e independientes.
- El 28 de agosto de 2018, en el periódico El Economista, se menciona que se multa a Moody's por un monto de 16.25 millones dólares, por parte de la Securities Exchange Commission (SEC), debido a errores en los controles internos relacionados con los modelos que utilizó para calificar y por no definir claramente los símbolos de sus calificaciones de las cédulas hipotecarias de Estados Unidos. Así mismo, la European Securities and Markets

Authority (ESMA), también la multó por un importe de 1.24 millones de euros, por una aplicación incorrecta del reglamento oficial para la resolución de ratings y notas crediticias.

Es importante subrayar el hecho de que Standard & Poor's y Moody's se han visto obligadas a resarcir daños económicos como consecuencia de las demandas civiles presentadas en su contra por el Departamento de Justicia de Estados Unidos y la SEC. Lo anterior refleja que pese a la participación de Fitch en la crisis subprime, las autoridades han de cierta forma otorgado mayor culpabilidad a Standard & Poor's y Moody's. Esta serie de acciones legales puestas en marcha desde 2013 vinieron a reforzar la confianza de los participantes en el mercado financiero; sin embargo, el no haberlas realizado con anterioridad, hace cuestionar la efectividad de los agentes reguladores estadounidenses. Consideramos que es acertado que la primera agencia en ser sancionada sea S&P, pues como se ha analizado anteriormente, calificó como AAA una mayor cantidad de instrumentos reempaquetados y de igual manera rebajó una mayor cantidad de calificaciones al darse cuenta que el mercado hipotecario caía; sin embargo, Fitch y Moody's deberían de resarcir los daños económicos que ocasionaron al sistema financiero también. Estas acciones deberían servir como lecciones para evitar otro mal comportamiento por parte de un agente financiero, que pueda desencadenar o incrementar, el desarrollo de otra crisis financiera de igual o mayor magnitud que la subprime.

Conflicto de Intereses.

Es importante tomar en cuenta el conflicto de intereses que se puede presentar entre el calificado y las agencias calificadoras, ya que son los primeros los que pagan el servicio de calificación a los segundos. Por lo anterior se debería garantizar que dicha calificación sea otorgada con base en información verídica, precisa y oportuna sobre las operaciones y finanzas de la entidad, ya que dicha calificación será un factor clave para brindar cierta confianza a los inversionistas, pues el que sus emisiones cuenten con altas calificaciones implicará que conlleven un menor riesgo de impago. Considerando que varios fondos de inversión, instituciones bancarias

fondos de pensiones, empresas o inversionistas particulares tienen como política de inversión el sólo adquirir valores calificados como AAA, se considera necesario poder contar con agencias cuya calificación emitida sobre una emisión de deuda, garantice que no esté comprometida con el pago de quien la contrata, para dar dicha calificación.

No obstante, durante la crisis subprime, se dieron situaciones que llevaron a que las agencias calificadoras se preocuparan más por hacer negocios y generar ingresos que por valorar correctamente los instrumentos financieros que protagonizaron dicha crisis. La creación de nuevos productos estructurados como lo fueron los CDO's, los MBS y los CDS, representaron nuevos ingresos para las agencias; sin embargo, la complejidad de éstos y la falta de información histórica para retroalimentar los mecanismos de calificación, dejaron la puerta abierta a las calificadoras para dirigirse con conductas antiéticas, dando mayor prioridad a la maximización de sus ingresos y por ende de sus utilidades, sin analizar el daño que sus acciones podían ocasionar a los mercados financieros, daño que efectivamente se materializó al ahondar esta crisis.

Las agencias de rating basaban el valor de sus servicios en la complejidad del CDO, pues implicaba un mayor análisis, que se traducían en mayores costos para las agencias. Al existir una necesidad de calificar instrumentos relativamente desconocidos para el mercado, las agencias elegidas para calificarlos fueron las de mayor prestigio y antigüedad: S&P, Moody's y Fitch. Fitch fue quizás la primera en darse cuenta de los grandes estragos que el sistema de calificaciones estaba causando a los mercados financieros, o quizás la única que optó por intentar contribuir a la estabilidad financiera mundial antes que sus intereses económicos. No obstante, Moody's y S&P siguieron obteniendo ingresos de un negocio redituable del que participaron no sólo las agencias calificadoras, sino diversos agentes económicos, y sólo cuando cayeron en cuenta de que el sistema caía precipitadamente, aplicaron las medidas correctivas que eventualmente provocaron una mayor caída de los mercados.

Discusión y Conclusiones

En base a lo anteriormente expuesto, podemos establecer que la forma de conducir sus negocios de 2000 a 2007, por parte de las agencias calificadoras, contribuyó en gran medida a profundizar la crisis financiera. Así mismo, en base a los criterios considerados en esta investigación, podríamos decir que la agencia con mayor responsabilidad en el desarrollo de la crisis hipotecaria fue Standard & Poor's, ya que ésta controlaba el 37% del mercado de calificación de valores, generaba los mayores ingresos del sector, tenía la mayor capitalización del mercado, el mayor valor de la empresa y los mayores ingresos netos y por acción. Lo anterior refleja el poder que tenía para controlar los mercados a través de las calificaciones que emitía. Una calificación favorable emitida por esta agencia, podía impulsar la bursatilización de cierto instrumento financiero o de cierta emisora, pero de igual forma su falta de ética al proporcionar este tipo de servicio financiero se tradujo, en problemas o fallas en el sistema financiero, no solo nacional sino internacional.

Además, S&P fue la agencia que otorgó mayor cantidad de calificaciones AAA a instrumentos de finanzas estructuradas, así como un mayor número de rebajas a calificaciones de los RMBS de 2000 a 2007. Fue también, la primera agencia en recibir las primeras sanciones, como consecuencia de su participación en el desarrollo y profundización de la crisis financiera subprime. Sanciones que consistieron en un acuerdo firmado con la SEC, el cual señala una suspensión de un año para evaluar deudas hipotecarias, así como el pago de 77 millones de dólares (El Economista, 2015); y en un acuerdo con el Departamento de Justicia, que dictaminó un pago de \$1,400 millones de dólares (BBC, 2015).

Aunque Moody's, no ha recibido aún sanciones por su proceder al calificar los valores hipotecarios subprime de 2000 a 2007, comparte mucha responsabilidad con S&P en el desarrollo de la peor crisis financiera mundial desde la acontecida en 1929. Este hecho se vio traducido en ser la agencia que vio caer en mayor porcentaje sus acciones, disminuyendo su valor desde 2007 a 2009 en un 78.06% (Ver gráfica 5). Lo anterior

posiblemente ocasionado por haber calificado y rebajado un gran número de valores respaldados por hipotecas de manera incorrecta y por haber sido la agencia como objeto de análisis para The Financial Crisis Inquiry Report (2011).

En el caso de Fitch, bajo el planteamiento y criterios de análisis de esta investigación, ésta podría ser catalogada como la de menor contribución de las tres en el desarrollo de la crisis subprime, al poseer menor participación del mercado. Sin embargo, es muy cuestionable en tema de transparencia, comparada con las otras agencias involucradas en la crisis. Fitch presenta muy pocos datos sobre su operación de manera pública, razón por la cual los inversores podrían fiarse menos de sus calificaciones, ya que alguna falla en su gestión podría desembocar en un problema financiero de mayor escala. Fitch fue la agencia que calificó y rebajó un menor número de instrumentos que contenían valores respaldados por hipotecas, pues posiblemente, al detectar los riesgos implícitos en este tipo de productos, decidió poner en marcha las acciones pertinentes para una adecuada valoración de los mismos.

Por otro lado, el conflicto de intereses detectado entre las agencias calificadoras de riesgo y los bancos o emisores de deuda, al ser los segundos quienes pagan a los primeros, por dar dichas calificaciones, hacen pensar que una posible solución sería que fuera el regulador, quien a partir de aportaciones de los bancos, pagara directamente a las calificadoras de riesgo.

Derivado de lo anterior, con respecto a la participación de las agencias calificadoras de valores en el desarrollo y profundización de la crisis subprime, se puede llegar a la conclusión de que las acciones y la forma de conducir sus negocios de 2000 a 2007, contribuyó a ahondar la crisis financiera; conclusión que apoya la $H1_0$, sobre el papel fundamental de las calificadoras de valores en el origen y desarrollo de la crisis subprime.

De la misma forma, se concluye que la $H2_0$, sobre el diferente grado de participación de las agencias calificadoras de valores en el origen y desarrollo

de la crisis subprime es aceptable bajo los criterios utilizados para evaluar la participación de cada una de ellas; identificando a Standard & Poor's como la agencia con mayor contribución al desarrollo de la crisis hipotecaria.

No obstante, es importante hacer énfasis en que todos los agentes que intervinieron en la crisis subprime tuvieron responsabilidad en el desenlace de la misma; por ejemplo: el FED, por no prever la burbuja inmobiliaria; el supervisor, por no garantizar que los bancos habían concedido de forma correcta los créditos hipotecarios; los bancos por la avaricia y el excesivo apetito al riesgo; y sobre todo el regulador, por confiar en la autoregulación y no haber sido más estricto con los bancos en cuanto a exigirles mayor aportes de capital.

Es así como el objetivo de esta investigación se cumple dejando abiertas varias líneas de investigación, desde el punto de vista ético, la falta de detección en las auditorías internas y externas o la falta de regulación financiera. Igualmente, sería necesario explorar más las causas de esas fallas en la regulación para poder explicar con mayor certeza la crisis subprime. Así mismo, se puede concluir que un error en el actuar de un participante del mercado financiero y su detección inoportuna o falta de información sobre un instrumento o proceso, puede poner en peligro la estabilidad del sistema financiero mundial.

Para finalizar, se considera imperante que cada participante del mercado dirija su actuar apegado a las normas, leyes y valores estipulados por la sociedad, de esta manera cada uno podría hacer crecer su capital sin la necesidad de poner en peligro el patrimonio de los demás, ni la estabilidad del sistema financiero internacional. Dependerá de cada uno de los participantes de los mercados y de la economía en general que esta situación cambie y se pueda evitar así quizás, el origen y desarrollo de otra crisis financiera de igual o mayor magnitud que la crisis subprime.

Referencias

Abadía Pocino, L. (2009). La Crisis Ninja y otros misterios de la economía

actual. España: ESPASA.

- Agencia EFE. (2017, Enero, 14) EEUU multa a Moody's con 864 millones por inflar las hipotecas basura. Agencia EFE. Recuperado de: <https://www.efe.com/efe/espana/economia/eeuu-multa-a-moody-s-con-864-millones-por-inflar-las-hipotecas-basura/10003-3148581>
- BBC. (2010, Abril 23). Agencias Calificadoras de riesgo “fallaron” durante crisis. B.B.C. Recuperado de https://www.bbc.com/mundo/economia/2010/04/100423_0505_eeuu_finanzas_casas_calificadoras_jaw.shtml
- BBC. (2015, Febrero 3). Standard & Poor's tendrá que pagar multa millonaria en EE. UU. B.B.C. Recuperado de https://www.bbc.com/mundo/ultimas_noticias/2015/02/150203_ultnot_standard_and_poors_multa_eeuu_bd
- Boixados, A. (2011, Julio 29). ¿Quiénes son los dueños de las agencias de rating? Expansión Empresas-Banca. Recuperado de <http://www.expansion.com/2011/07/28/empresas/banca/1311889721.html>
- Colombia Capital. (2015). Calificadoras de Valores. Recuperado de: <http://colombiacapital.com.co/calificadoras.html>
- Costello, G. (2007). U.S. Suprime Rating Surveillance Update [Diapositivas de PowerPoint]. Recuperado de <https://www.documentcloud.org/documents/30410-us-subprime-rating-surveillance-update-glenn-costello-fitch-ratings.html>
- Diccionario Económico-Expansión. (2015). Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico.html>
- Dodd, R. (2007). Los tentáculos de la crisis hipotecaria. Finanzas y Desarrollo, 44(4), 15-19. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2007/12/pdf/dodd.pdf>
- El Economista. (2015, Enero 21). S&P pagará 77 millones de dólares para litigios. El Economista. Recuperado de <https://www.eleconomista.com.mx/sectorfinanciero/SP-pagara-77-millones-de-dolares-para-terminar-litigios-20150121-0012.html>
- El Economista. (2018, Agosto 28). SEC multa a Moody's por falta de rigor en las calificaciones. El Economista. Recuperado de <https://www.eleconomista.com.mx/economia/SEC-multa-a-Moody-s-por-falta-de-rigor-en-las-calificaciones-20180828-0090.html>

- El País. (2015, Febrero, 3). EEUU multa a Standard & Poor's por manipular las hipotecas. El País. Recuperado de: https://elpais.com/economia/2015/02/03/actualidad/1422969529_754543.html
- Europa Press. (2008, Julio 11). S&P pagará 66 millones para zanjar acusaciones sobre sus ratings de hipotecas. Europa press. Recuperado de <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-agencia-sp-pagara-66-millones-zanjar-acusaciones-ratings-hipotecas-20150121153304.html>
- Expansión. (2008, Julio, 11). ¿Quiénes son Fannie Mae y Freddie Mac? Expansión. Recuperado de <https://expansion.mx/economia/2008/07/11/bfquienes-son-fannie-mae-y-freddie-mac>
- Expansión. (2015, Abril 5). S&P, Moody's y Fitch, sin un competidor europeo. Expansión. Recuperado de <http://www.expansion.com/economia/2015/04/05/552156df268e3e46388b4580.html>
- Ferrer, M. A. (2009). La caída del modelo de inversión del 2008. Actualidad Contable FACES, 12, 28-37.
- Fitch Ratings (2014). Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas. Criterio Maestro. Recuperado de http://www.fitchratings.mx/Links/metodologia/Methodologiasweb/Methodologia_78.pdf
- González Narro, J. L. (2012). Conflicto de Intereses de Calificadoras. Revista Veritas, 56(1690). Recuperado de https://www.ccpm.org.mx/veritas/junio2012/veritas_junio2012.pdf
- Guevara Téllez, C. D. y Parra Abisambra, M. A. (2013). Credit Default Swaps (CDS) y Collateral Debt Obligation (CDO) derivados financieros responsables de la Crisis Sub-Prime de 2008 en Estados Unidos y una guía para el desarrollo del mercado de derivados exóticos en Colombia (Trabajo de Grado). Recuperado de Centro de Recursos para el Aprendizaje y la Investigación. (<http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/4880/1020765825-2014.pdf?sequence=6>)
- Ladrón de Guevara Cortés, R., y Meléndez Hernández, F. J. (2011). Analysis of the Financial Crisis Inquiry Report. En: F. Vargas, I. Boncheva, M. Gerrit, B. Burgos (Eds.) New Challenges, New

Methodologies. 1a ed. Hermsillo: Pearson.

López Domínguez, I. (2015). Crisis subprime. En Diccionario Económico. Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/crisis-subprime.html>

Losada López, R. (2009). Agencias de rating: hacia una nueva regulación. Recuperado de http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf

Moody's (2007, Marzo 30). Comparing Ratings on Jointly-Rated U.S. Structured Finance Securities: 2007 Update. Special Report – Structured Finance. Recuperado de <https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2006600000425151.pdf>

Moody's. (2015, Agosto). Símbolos y definiciones de calificaciones. Recuperado de https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_110867

Navarro, E. (2008). Reflexiones sobre la crisis del mercado subprime (Parte 1). Recuperado de <http://www.rankia.mx/articulos/210337-reflexiones-crisis-mercado-subprime-parte-1>

Renmax. (2008, Febrero-Marzo). La crisis hipotecaria arrastra a las aseguradoras de deuda. Recuperado de <http://www.renmax.com.uy/renmax/pdf/spanish/nov09/27-La-crisis-hipotecaria-arrastra-a-las-aseguradoras-de-deuda-FEBRERO-MARZO-08.pdf>

Riesgo y morosidad (2008). Las subprime, la crisis y los pecados de las agencias de rating. Recuperado de <http://www.riesgoymorosidad.com/las-subprime-la-crisis-y-los-pecados-de-las-agencias-de-rating/>

Ruiz Ramirez, H. (2010). Crisis financiera mundial: impacto en la economía mexicana. Observatorio de la Economía Latinoamericana, 136. Recuperado de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/mx/2010/hrr.htm>.

Pineda Salido, L. (2011). La crisis financiera de los Estados Unidos. Revista Aequitas, 1, 129-214.

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011, Febrero 25). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Printing Office Official Government Edition. Recuperado de: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

- Yahoo Finanzas (2015a). Estadísticas clave; F. Marc de Lacharrière (Fimalac) S.A. (FIM.PA) -Paris. Recuperado el 06 de octubre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/ks?s=FIM.PA+Estad%C3%ADsticas+clave>
- Yahoo Finanzas (2015b). Estadísticas clave; McGraw Hill Financial, Inc. (MHFI) – NYSE. Recuperado el 06 de octubre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/ks?s=MHFI+Estad%C3%ADsticas+clave>
- Yahoo Finanzas (2015c). Estadísticas clave; Moody's Corporation (MCO) – NYSE. Recuperado el 06 de octubre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/ks?s=MCO+Estadísticas+clave>
- Yahoo Finanzas (2015d). Precios Históricos; F. Marc de Lacharrière (Fimalac) S.A. (FIM.PA) -Paris. Recuperado el 20 de septiembre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/hp?s=FIM.PA+Precios+hist%C3%B3ricos>
- Yahoo Finanzas (2015e). Precios Históricos; McGraw Hill Financial, Inc. (MHFI) – NYSE. Recuperado el 20 de septiembre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/hp?s=MHFI+Precios+hist%C3%B3ricos>
- Yahoo Finanzas (2015f). Precios Históricos; Moody's Corporation (MCO) – NYSE. Recuperado el 20 de septiembre de 2015 de: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/q/hp?s=MCO+Precios+hist%C3%B3ricos>

Artículo Recibido: 19-10-2018

Artículo Aceptado: 15-02-2019