

José Antonio Estévez Araújo

La autorregulación en los mercados financieros

Las causas de la actual crisis de los mercados financieros son varias y complejas. Entre ellas se cuentan, en primer lugar, la desregulación que ha permitido crear nuevos activos financieros, como los bonos estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo. En segundo lugar, la liberalización de los mercados de capitales y la libre circulación de éstos. En tercer lugar, la existencia de paraísos fiscales en los que los bancos de inversión crearon entidades para emitir los bonos contaminados y, en cuarto lugar, la ineficacia de los mecanismos de control como los bancos centrales y, en particular, las agencias de rating.

En algunos aspectos, la actual crisis tiene similitudes con el clásico timo de la estampita. Es como si nos vendieran un sobre cerrado diciéndonos que contiene un fajo de billetes de 500 euros. Para garantizarlo, hay un sello de una entidad de confianza. El sobre supuestamente lleno de billetes es uno de esos productos estructurados tan complejos que quien los adquiere no sabe muy bien qué está comprando. Las entidades que pusieron el sello diciendo que efectivamente eran billetes fueron las agencias de rating. Y los problemas empezaron cuando algunos abrieron el sobre y se dieron cuenta de que, en realidad, contenía no sólo billetes, sino también recortes de periódico. Todo el mundo quiso entonces deshacerse de los sobres sellados, pero no encontraron a nadie que quisiera comprarlos (al menos hasta que Bush puso sobre la mesa un cheque por valor de 700.000 millones de dólares).

Dado el papel que han jugado en esta crisis, no es extraño que las agencias de rating estén en el punto de mira. No sólo de las instituciones financieras y de los reguladores estatales. También están en el punto de mira del FBI.

Un informe de un órgano consultivo de la Comisión Europea (el CESR, The Committee of European Securities Regulators), publicado en febrero del presente año y basado en un estudio empírico, pone claramente de manifiesto cuáles son las sospechas que planean sobre las agencias de rating. En primer lugar, el informe constata que estas agencias juegan hoy día un papel cada vez más importante como consecuencia del incremento de los productos estructurados. Estos productos financieros son tan complejos que los inversores no tienen ni el tiempo ni los expertos necesarios para determinar el grado de riesgo que suponen. Por eso “el mercado” depende cada vez más de las calificaciones que les otorgan las agencias de rating. Además, el volumen de este tipo de productos ha crecido exponencialmente en los últimos cinco años. En Europa, el montante de los productos financieros estructurados ascendió a 450 mil millones de euros en 2006 y el informe estima que creció un 70% en la primera mitad del año 2007. Las agencias de rating obtienen en la actualidad en torno a la mitad de sus ingresos de la calificación de este tipo de productos.

El principal problema que plantea el funcionamiento reciente de las agencias de rating según el informe, es el conflicto de intereses en que incurren (por decirlo de forma suave) debido al hecho de que asesoran a las mismas entidades cuyos productos tienen que calificar (y que les tienen que pagar por realizar la calificación). Con lo cual, más que controlarlas, lo que parece que hacen es aconsejarles cómo deben presentar sus productos para poderles dar la máxima calificación

posible.

Sin embargo, la actual crisis no sólo ha puesto radicalmente en cuestión el funcionamiento de un determinado tipo de entidades, sino toda una filosofía acerca del control: la llamada “autorregulación”.

En efecto, las agencias de rating, que son unos elementos reguladores fundamentales en los mercados financieros, no son a su vez reguladas por ninguna otra instancia en el ejercicio de su actividad. Los entes públicos no tienen competencias para revisar sus calificaciones. Estas agencias se rigen por un “código de conducta”, pero no hay ninguna instancia con poder para fiscalizar si se ajustan o no a ese código. Se supone que lo cumplen voluntariamente y que los “incentivos” para hacerlo los proporciona el propio mercado: es decir, el hecho de que el negocio de estas agencias dependa de que tengan una buena reputación entre los operadores financieros. De esa forma se produce la maravilla de un órgano regulador que no plantea el problema de quis *custodet* ipsos *custodes*? (*¿Quién vigila a los propios vigilantes?*). Así, además, se ahorran los costes que derivan de la elaboración, implementación y control del cumplimiento de normas públicas.

¿Cómo es posible entonces que ese mecanismo, aparentemente tan perfecto, haya fallado? De hecho, no es la primera vez que no ha funcionado, ni será probablemente la última. La autorregulación ya falló cuando en Estados Unidos existía un sistema en el que el control de la contabilidad de las empresas lo ejercían auditoras privadas que se autorregulaban. El caso Enron fue el más sonado fracaso y tuvo como consecuencia el hundimiento de la auditora Arthur Andersen y el cambio del sistema de control de la contabilidad empresarial.

Las causas de que no funcione una autorregulación basada en el egoísmo bien entendido de las empresas privadas son fáciles de entender. En primer lugar, está la contraposición entre los intereses a corto plazo de los ejecutivos y a largo plazo de la compañía. Si uno o varios ejecutivos pueden realizar una operación que les reporte beneficios equivalentes al salario de varios años de trabajo, no van a abstenerse de hacerlo por salvaguardar la buena imagen de su empresa. Máxime cuando los contratos blindados y la ausencia de mecanismos jurídicos para exigir responsabilidades a las agencias de rating por sus calificaciones, les aseguran un alto grado de impunidad. Por otro lado, el código de conducta, como cualquier otra norma, puede violarse de forma clandestina, sin que los otros operadores se enteren (o con la complicidad de algunos de ellos) y, por tanto, sin que actúen los “incentivos de mercado” a modo de sanción.

Que el funcionamiento de los mercados financieros dependa de un mecanismo tan poco fiable es aún más preocupante si se tiene en cuenta que el montante actual de deuda activa que ha sido objeto de calificación por parte de las agencias de rating asciende a 40 billones (millones de millones) de dólares. Ese valor tiene unas dimensiones que únicamente alcanzan cifras como el Producto Interior Bruto de la economía mundial en su conjunto (que el FMI estimó en unos 65 billones de dólares en 2007). De hecho, se trata de una suma más elevada que el PIB anual de Estados Unidos, la UE, Japón y China juntos. Y de las calificaciones que realizan estas instituciones depende la suerte de la deuda pública que emiten todos los países del mundo, con lo que tienen una inmensa capacidad de condicionar las decisiones estatales en materia de política económica.

Se trata, pues, de un poder de enormes dimensiones y trascendencia, que está, además,

prácticamente en manos de dos empresas: Standard & Poor's y Moody's Investors Service. Un poder demasiado importante del que dependen los ahorros o las pensiones de muchas personas y la suerte económica de muchos países. Un poder, por tanto, que es necesario que se atribuya a instancias públicas sometidas a control democrático y responsables ante los ciudadanos. Sin embargo, no hay que llamarse a engaño ante la dificultad de esa empresa. La desregulación de los mercados financieros en los años ochenta fue algo similar a abrir una enorme jaula llena de pájaros y dejarlos escapar. Eso resultó relativamente fácil. Mucho más difícil será conseguir volverlos a atrapar y devolverlos de nuevo a su jaula.