

**LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO:
REVISIÓN HISTÓRICA, SU ROL EN LA CRISIS DE 2008 Y UNA PROPUESTA
PARA EL CASO COLOMBIANO**

Jersson A. Guerrero Nova y Jonathan R. Moreno Medina

INTRODUCCIÓN

Las Agencias Calificadoras de Riesgo Crediticio (CRAs por sus siglas en inglés) ofrecen una valoración del valor crediticio de los bonos financieros. En especial, las CRAs miden la probabilidad de que se dejen de pagar las deudas emitidas por varias entidades, como corporaciones, gobiernos, hipotecas u otras obligaciones. Estas agencias son una buena herramienta del mercado, en tanto le ofrecen a los inversionistas una fuente de información acerca de el valor crediticio de un prestatario, sin embargo no son la única fuente. Así, estas agencias tuvieron un papel fundamental en la reciente crisis hipotecaria y financiera de 2008. Ello, en tanto que fue gracias a las calificaciones emitidas por las CRAs que muchos bonos, que tenían como hipotecas como colaterales, se pudieron vender en el mercado con una alta liquidez. Sin embargo, en 2008, las hipotecas sobre las que se sostenían los bonos hicieron default en sus deudas de manera acelerada e inconsistente con tales calificaciones, generando un colapso financiero dado el alcance de los mismos en la economía.

Parece ser entonces que el debate acerca del papel, la función y el marco regulatorio en el que se ubiquen las CRAs es esencial para poder estructurar un mercado financiero estable y responsable que pueda tener al tiempo un crecimiento sostenible. Ésta es la razón por la que se propone aquí analizar el marco regulatorio en el que se produjo la crisis del 2008, para poder estudiar a manera comparativa el funcionamiento de los entes regulatorios y los agentes del mercado de calificaciones crediticias a nivel local. También, y de mayor relevancia para este trabajo, será el realizar un estudio y sugerencias al caso del mercado de valores colombiano, tomando como referencia el caso de en Estados Unidos. Esto con el fin de contribuir a evitar que en el mercado financiero colombiano ocurran casos como los observados en la economía norteamericana, ya que al analizar los errores ajenos se podrían corregir los propios.

Así las cosas, este trabajo se encuentra dividido en cuatro partes. En la primera se expone brevemente el rol y funcionamiento de, por un lado, las CRAs, y por el otro, las entidades de autorregulación, las cuales tendrían un papel esencial en

nuestra propuesta final, tanto en Estados Unidos como en Colombia, así como la evolución de su marco regulatorio. En la segunda se analiza con un mayor detalle el papel que tuvieron las CRAs en la reciente crisis financiera y se plantean los problemas identificados respecto al mal funcionamiento del mercado de calificaciones. Posteriormente, en la tercera parte, se resumen las reformas propuestas para resolver los problemas planteados en la sección dos, tanto de parte de los entes reguladores, como de los observadores del mercado. En la cuarta parte se expondrá la propuesta de este trabajo acerca de cuál podría ser la mejor solución, a juicio propio, al problema del funcionamiento de las CRAs. Por último se presentarán unas breves conclusiones.

I. FUNCIONAMIENTO Y REGULACIÓN

Calificadoras

Una calificadora de riesgo de crédito es una entidad que valora la posibilidad de que un emisor de un título o una entidad incurran en el incumplimiento del pago de su deuda, también llamado *default*. Así, una calificación de riesgo es una opinión que busca dar una aproximación del riesgo de crédito que es asumido al tomar una posición en un título de renta fija.

En principio las CRAs tienen la función de ayudar a reducir la asimetría en la información entre los inversionistas y los emisores de títulos, ayudando a que los mercados de deuda funcionen con eficiencia. Para ello es vital que las calificaciones sean fácilmente entendibles por el mercado. Esta es la razón por la cual se ha adoptado un modelo que ubica a las calificaciones de riesgo en una escala que combina típicamente letras y números y que clasifica de menor a mayor el riesgo de *default*. Así, se supone que los inversionistas, al tener esta información en su poder, superan en alguna forma la falta de información que los puede llevar a ser renuentes a invertir en una u otra entidad emisora del activo. Se espera entonces que los inversionistas tomen la mejor decisión a la hora de construir sus portafolios y puedan decidir el nivel de riesgo que están dispuestos a asumir, teniendo en cuenta que entre mejor calificado se encuentre un activo, mayor será su liquidez en el mercado.

a) Estados Unidos

En Estados Unidos un grupo pequeño de CRAs, las ‘tres grandes’ (Standard & Poor’s, Fitch y Moody’s), cuentan hoy día con un 98% de participación en el mercado de calificaciones crediticias. En principio, el propósito de las CRAs era brindar información a los inversionistas acerca de la calidad crediticia de los bonos corporativos. Actualmente una CRA en Estados Unidos debe registrarse ante la SEC (Securities and Exchange Commission). Así, si aprueba los requisitos tendrá el título de “Organización de Calificación Estadística Nacionalmente Reconocida” (en adelante NRSRO por sus siglas en inglés). Es necesario que este registro sea renovado anualmente. Como requisito para que el registro sea renovado, se debe consignar la información sobre las metodologías y procedimientos de calificación. Históricamente la primera aparición de las NRSRO se da en 1975, cuando la SEC crea la ley *Net Capital Rule*. El objetivo de esta norma era básicamente asegurar que los participantes en el mercado tuvieran suficientes activos líquidos para cubrir las obligaciones que adquiriesen tanto con sus inversionistas como con sus acreedores, manteniendo un monto del capital neto. Así, se esperaba que los inversionistas estuvieran protegidos contra fluctuaciones en los precios.

Según explica Pickard (2008), esta norma buscaba que este cálculo de Capital Neto exigiera dos cosas: Primero, que se valoraran todos los activos a precios de mercado y que luego se hiciera una especie de recorte dependiendo del riesgo de los activos. Entre más riesgoso un activo, menor su ponderación a la hora del cálculo. En segundo lugar, a los participantes del mercado les fue limitado el monto de deuda en el cual podrían incurrir (Pickard, 2008). Así, dado que las calificadoras eran las entidades encargadas de evaluar el riesgo de cada activo, tuvieron un claro papel en el marco regulatorio. Era evidente que los inversionistas buscarían aquellos papeles a los cuales las NRSROs dieran mejor calificación.

Pero a la vez que la SEC formalizaba el papel de las NRSROs, lo que estaba haciendo en realidad era subcontratando a las calificadoras como agentes no gubernamentales de regulación, a los cuales no se dio gran orientación a la hora de hacer su trabajo. Esta falta de claridad con respecto al papel de las NRSROs

queda al descubierto cuando la SEC emite en 1997 su Concept Release donde se expone la ambigüedad respecto a la definición misma de una NRSRO. Así, el organismo regulador poco a poco se va dando cuenta de la dependencia creada hacia tales entidades, a partir de su propia normatividad y el papel fundamental que ahora tienen éstas en el mercado. Así, la SEC promulga una norma para que se establezcan criterios específicos para lograr la designación de las NRSROs. Los requerimientos para llegar a ser una NRSRO son: 1) el reconocimiento nacional; 2) la dotación de personal, recursos, y estructura organizativa adecuada; 3) el uso de los procedimientos de evaluación del sistema que tengan por objeto asegurar valoraciones precisas y creíbles; 4) suficiente contacto entre la agencia y el administrador del emisor y; 5) procedimientos de control interno para prevenir el uso indebido de información no pública y el cumplimiento de tales procedimientos (Mulligan, 2009). Luego de ver como las NRSROs tenían un mercado ya establecido por la normatividad vigente, la SEC pudo mostrar luego de definir claramente a las NRSROs, su deseo de imponer sobre ellas una supervisión normativa, pero los participantes en el mercado se opusieron a ello con el argumento de que esta supervisión podría interferir con el proceso de calificación y las sentencias de las NRSROs.

El caso de Enron, antes de la actual crisis financiera, era uno de los principales casos citados a la hora de criticar a las NRSROs. El gigante energético se declaró en quiebra cuando sólo cuatro días antes su calificación había sido degradada por las *tres grandes*, Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Además al revisar los reportes de las calificadoras recopilados por el *Senate Committee on Governmental Affairs*, se puede observar como aún en momentos de gran inestabilidad interna, ninguna de las calificaciones dejaba a Enron por debajo del grado de inversión.

Así, luego de este caso, la SEC debió definir nuevamente las reglas de juego para las NRSROs. En el marco del Act 92, luego que en la *CRA Reform Act*, se decreta que las NRSROs deben revelar sus procedimientos y metodologías para asignar las calificaciones. Además, las agencias que tengan el título de NRSRO deben

revelar al público estadísticas que incluyan si una calificación ha sido degradada para cierto emisor y si este ha caído en *default*, mostrando así una ‘tasa de *default*’. Esta información debe ser certificada por las agencias anualmente y debe ser actualizada cuando tenga lugar.

Dado que los principios fundamentales de estas entidades es el reducir las asimetrías de información entre los participantes del mercado, el impacto de las calificaciones de crédito es significativo por dos razones: primero, muchas entidades, tales como fondos de pensiones y otros grupos de inversión regulados por el gobierno, son restringidos a comprar productos que sean calificados como grado de inversión por una NRSRO; segundo, las calificaciones impactan el mercado en tanto muchos de los inversionistas confían en ellas como una buena estimación del valor crediticio del producto o compañía.

Según la regulación norteamericana, la información de las metodologías utilizadas por las CRAs será publicada por la agencia con el fin de que los inversionistas tengan conocimiento de ella. Según Puentes (2008), aunque la medida es efectiva en el sentido en el que el público inversionista sea consciente de las limitaciones de las calificaciones a partir de una comparación entre las diferentes metodologías utilizadas, se hace la advertencia de que no es obligatorio hacer una revisión permanente de las mismas. Así, las NRSROs podrían tener incentivos en tener las metodologías sin cambios luego de su publicación con el fin de asegurar calificaciones altas y así asegurar esquemas que sean únicamente convenientes para su negocio. Esto debido a que son los mismos emisores quienes pagan a las agencias calificadoras por su calificación, creando en ellas un posible riesgo moral que será uno de los puntos principales de este trabajo y en el cual se hará énfasis en secciones siguientes.

Es necesario resaltar cómo el modelo de “el emisor paga” crea incentivos perversos a la calificadora para dar su opinión. Al ser la misma entidad quien va a ser evaluada la que financia la operación de su contraparte calificadora, a esta última puede no convenirle tener una calificación “dura”, ya que su cliente podría optar por contratar otra opinión que le otorgue una mejor calificación, que en este

contexto solo puede estar dada por otra calificadoras quién seguramente puede acceder a dar una calificación diferente con el fin de conservar al cliente. Ahora, es posible pensar que un cliente lo suficientemente grande estaría en la capacidad de ser un cliente muy atractivo para una calificadoras y hacer que ésta le diera la calificación que deseara, o al menos una en la cual tuviera grandes posibilidades de tener gran liquidez en el mercado. Las calificadoras por su parte, sostienen como contraargumento dos ideas puntuales: 1) Afirman que la participación de cada emisor en el ingreso es muy baja, es decir que aunque el 98% de los ingresos de las calificadoras depende de los emisores, estos tienen un grado de concentración muy bajo y; 2) El riesgo reputacional en el negocio de las calificadoras es el más importante, por lo tanto para una calificadoras, en principio, preservar su reputación y tenerla en los más altos estándares es uno de sus objetivos primordiales y no tendría sentido sacrificarla por una relación a largo plazo con un emisor relativamente grande.

Por otra parte, un aspecto en la regulación norteamericana atañe sobre un punto discutible; que las CRAs asesoren a sus clientes sobre cómo mejorar la calificación. A simple vista uno identificaría un problema de riesgo moral. Sobre esto la SEC entiende el problema como la forma en la cual las calificadoras elaboran recomendaciones al emisor acerca de la estructura legal o corporativa, activos, responsabilidades o actividades del emisor con el fin de mejorar su situación y por ende mejorar una calificación previa (Puentes, 2009).

Con el fin de regular este problema, la SEC dispuso impedir que las NRSROs califiquen instrumentos financieros que hayan tenido asesoría previa de ellas mismas. Así se esperaba eliminar el incentivo perverso que surge del conflicto de interés acerca de cómo alcanzar una calificación determinada. Sin embargo, el emisor aún puede recibir resultados preliminares en los cuales se informen las razones por las cuales se llegó a una calificación previa, teniendo en cuenta que el emisor está facultado legalmente para tener esta información (Cf, Puentes). Con esta información fácilmente, el emisor puede hacer los ajustes que considere pertinentes para mejorar su calificación y así burlar la regla previamente impuesta,

al no recibir recomendaciones expresas para mejorar su calificación, pero aún teniendo en su poder información explícita para mejorarla convenientemente.

b) Colombia

El caso colombiano no dista mucho del caso norteamericano. En Colombia actualmente existen tres calificadoras de Riesgo que están debidamente registradas ante la Superintendencia Financiera, quien es el organismo de control pertinente. Estas son: BRC Investor Services (afiliado a Moody's Investor Services); Fitch Ratings Colombia (antiguamente Duff & Phelps de Colombia); y Value & RiskRating S.A.

En Colombia, existe un importante papel de las calificadoras de riesgo debido a la regulación establecida. Las normas que rigen a las calificadoras se encuentran en la resolución 400 de 1995 y en el decreto 1076 de 2007, el cual trata los bonos que deben tener una obligatoria calificación en su artículo 2.3.1.4.

En este último queda explícito que es obligatorio el tener por lo menos una calificación para poder efectuar su registro en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE para: 1) los bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes de los establecimientos de crédito, o de papeles comerciales, excepto los emitidos por el Fondo de garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN; 2) bonos ordinarios o de garantía general emitidos por establecimientos de crédito; 3) bonos emitidos por entidades públicas excepto aquellos emitidos por el FOGAFIN y; 4) para valores emitidos como resultado de un proceso de titularización. Además al ingresar Value & Risk Rating al conjunto de Sociedades Calificadoras autorizadas, se establece lo consignado en el artículo 2.3.1.5, que dicta normas acerca de la obligatoriedad de tener una *segunda calificación* al haber en el mercado tres o más sociedades calificadoras autorizadas.

Además, la Ley 819 de 2003 de “Normas orgánicas de presupuesto para la transparencia fiscal y la estabilidad macroeconómica” en el artículo 16 establece que el endeudamiento de los entes territoriales también debe ser evaluado por una sociedad calificadora de riesgos en la que se acredita la capacidad de contraer el nuevo endeudamiento. Además el artículo 17 de la misma ley obliga a

las entidades territoriales a *“invertir sus excedentes transitorios de liquidez en Títulos de Deuda Pública Interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio”*, colocando de nuevo a las sociedades calificadoras como parte fundamental de la normatividad existente.

En cuanto al procedimiento de calificación, ésta queda a discreción del comité técnico de la calificadora. Se busca que sus metodologías sean objetivas e independientes y basadas en un análisis idóneo y técnico de toda la información relevante para el proceso de calificación.

Las pautas que deben tener las Sociedades Calificadoras de Riesgo en cuanto a la conformación de su Comité Técnico se encuentran en la Resolución 2167 de 2006. En esta resolución se cita textualmente que este *“deberá estar conformado permanentemente por un número plural e impar de miembros principales, con sus respectivos suplentes personales, que acrediten la experiencia y el conocimiento técnico necesario para estudiar y aprobar las calificaciones sometidas a su deliberación.”*

Las metodologías de las sociedades calificadoras deben, aparte de estar actualizadas permanentemente, constar por escrito y permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera y del público en general en la página web de la calificadora, al igual que anteriormente se hizo mención para el caso estadounidense luego de la CRA Reform Act.

Autorregulador

El concepto de autorregulación surge frente a la necesidad del mercado de mostrar cómo desde su interior es posible tener ciertos mecanismos que permitan a los agentes en un negocio estar de acuerdo en ciertas reglas de juego, en las cuales no interviene el estado, y que éstas tienen repercusiones de distinta índole. Es posible decir entonces que *“la autorregulación surge de la necesidad de que el mercado financiero responda a criterios rectores que aseguren la responsabilidad, idoneidad y transparencia en las operaciones del mercado”* (Clavijo, 2009). Para ello, se tiene que el autorregulador tiene la propiedad de manejar un principio de

cumplimiento voluntario de las normas por parte de quienes estén con él. Con esto es posible ver la importancia de que éste ente tenga una total independencia.

Además, como se supone que los participantes en el autorregulador están suscritos a él voluntariamente, así mismo aceptarán su normatividad y sus estándares. Además, en caso de que el autorregulador no haga bien su trabajo pueden surgir otros que lo reemplacen de la misma manera que surgió el primer Autorregulador. Los emisores se desplazarán al nuevo autorregulador con el fin de preservar su reputación al vincularse con el mejor mecanismo de autorregulación disponible, demostrándole al mercado su transparencia y generando la confianza que, en últimas, es uno de los principales activos intangibles de una organización que participa en el mercado financiero.

Una de las principales ventajas del autorregulador puede estar en que al haber sido conformado directamente por los participantes en el mercado, puede ir al ritmo del mismo, a diferencia de cómo se pensaría de un ente estatal que tendría una información tardía de aquellas prácticas consideradas reprochables. Además, se puede decir que la principal arma del autorregulador pueden ser sus castigos morales frente al mercado, ya que sus participantes lo conforman en primera instancia partiendo del principio básico de los mercados financieros y de valores, la confianza. Es de suponer que el estar con un autorregulador dará un parte de tranquilidad al mercado, en tanto es el mismo mercado y sus participantes, en primera instancia, quienes se intentarán poner de acuerdo en una serie de normas antes de ser sancionados por el ente regulador pertinente.

A nivel mundial el primer paso fue la crisis financiera de los años 30's, en donde en las bolsas de valores se anteponían los intereses de quienes transaban las acciones muchas veces en contra de los propios inversionistas. Como solución a esto se crea en 1934 la *Ley de Intercambios*, y esta con el correr del tiempo fue evolucionando en normas que pusieran al autorregulador en una posición independiente del regulador, en el caso de Estados Unidos la SEC. Esto era necesario para que en el momento en que el mercado detectara problemas, sus

miembros al imponer sanciones a quienes incumplían la normatividad interna no fueran objeto de perjuicios por parte del regulador estatal.

Para el caso colombiano, aunque el tema es tratado desde el decreto 2969 de 1960, en el cual se reglamenta jurídicamente una institución de la Autorregulación Bursátil, además de imponer la *obligación de seguridad, honorabilidad y transparencia en las bolsas*, es en la ley 27 de 1990 en donde se obliga a las Bolsas de Valores “*a contar con la existencia de un órgano social de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros, denominado Cámara Disciplinaria, que debía contar con una participación razonable y equitativa de miembros externos, y que debía representar a las entidades emisoras de valores inscritas, a los inversionistas institucionales y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil.*”(AMV, 2007).

Al integrarse las tres bolsas de valores existentes en Colombia, en 2001, en la Bolsa de Valores de Colombia BVC, se establecieron una serie de reglamentaciones para que fueran compatibles. Pero aún existía el problema de que la autorregulación sólo se extendía a las sociedades comisionistas de bolsa, dejando por fuera a Bancos, corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, los fondos de pensiones y cesantías, las fiduciarias entre otros.

Pero es con la ley 964 de 2005 con la cual se conforma el actual Autorregulador del Mercado de Valores. En ella por fin se amplía el ámbito de la autorregulación a las entidades que realicen intermediación de valores. En este punto es conveniente destacar que en contraste al caso estadounidense en donde la inclusión en un ente autorregulador es totalmente voluntaria, en el caso colombiano es obligatoria. Se podría pensar en primera instancia, que al ser los actores en el mercado quienes quisieran tener su reputación y la confianza del mercado en el punto más alto, serían ellos quienes voluntariamente ingresarían al organismo autorregulador. Pero en el caso colombiano esto no es así. Aunque existen grandes avances, en la Sentencia C-692/07 se hace explícita la Obligatoriedad de Autorregulación en el artículo 25.

Además en esta sentencia se dicta en el capítulo 24 las funciones del Autorregulador. A saber: “La autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones: a) Función normativa: Consistente en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación; b) Función de supervisión: Consistente en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación; c) Función disciplinaria: Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

II. CRISIS DEL 2008

La reciente crisis hipotecaria de 2007-2008 y su consecuente crisis financiera global han sido sin duda dos caras del mismo evento histórico que debe ser analizado a profundidad si es que se quieren evitar réplicas similares del mismo a futuro. Uno de los grupos que jugó un papel vital en tal suceso fue el de las CRAs, en especial las llamadas “tres grandes”: Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch.

Las calificaciones favorables que inicialmente emitieron estas entidades a los activos financieros que tenían hipotecas u otra clase de préstamos, tanto *prime*, como *subprime*, como subyacente, fueron cruciales para el éxito y la liquidez que tuvieron estos bonos en el mercado. Al tiempo, la venta de estos bonos tuvo un papel importante en el boom de finca raíz existente desde 1998 hasta 2006, al apoyar una burbuja en los precios de los colaterales de los subyacentes financieros (e.i. el valor monetario de las casas en Estados Unidos). Cuando los precios de las casas pararon de crecer a mediados de 2006, y con su posterior disminución, las tasas de *default* en los subyacentes financieros de los bonos mencionados aumentaron vertiginosamente, con lo que quedó al descubierto que las calificaciones emitidas previamente fueron excesivamente optimistas. Así, los precios de los bonos hipotecarios colapsaron, trayendo consigo una crisis financiera en la economía mundial, en general, y norteamericana, en particular.

De hecho, si bien algunas de las firmas financieras más grandes de Estados Unidos y Europa estuvieron a punto de quebrar, sus calificaciones en ese

momento no reflejaban adecuadamente el aumento en la probabilidad de incumplimiento, con lo que se evidenció también un rezago importante en las calificaciones emitidas. Uno de los ejemplos más claros fue el caso de Lehman Brothers, entidad calificada como A un mes antes de entrar en bancarrota. Partnoy (2009) afirma que las “tres grandes” dieron altas calificaciones a once firmas antes de su posterior quiebra. En el caso de los títulos respaldados con hipotecas la situación fue incluso más grave, tanto así que ciertos ‘tranches’ de una titularización que tenía hipotecas *subprime* de la peor categoría tenían calificaciones AAA (Partnoy, 2009).¹ Este hecho ha llevado a autores tan prestigiosos como Stiglitz (premio nobel de economía de 2001) a concluir que lo que sucedía al interior de las calificaciones era más parecido a un truco de magia que a una evaluación seria del riesgo de default (Stiglitz, 2008).

Mas el papel que tuvieron las CRAs en la reciente crisis financiera es aún mayor cuando se tiene en cuenta, como se explicará más adelante, que las calificaciones emitidas por estas agencias regulan, en gran parte, al mercado. Por ejemplo, retomando el que los planes pensionales en Estados Unidos están restringidos a tener posiciones en activos de renta fija cuya calificación sea catalogada como *grado de inversión* (e.i. las más altas calificaciones posibles). En 2006 el 76.1% de los Mortgage Backed Securities ó MBSs estaban calificados como AAA. Lo anterior implica que la regulación incentivó a los planes pensionales a comprar este tipo de activos a pesar de los altos riesgos y la complejidad asociados a este activo. Este caso sólo ejemplifica como la regulación hizo que las CRAs pudieran aumentar su rango de efecto sobre el comportamiento de los agentes del mercado, amplificando así una posible falla en el funcionamiento óptimo de estas entidades, tal como la ocurrida en la reciente crisis.

III. REFORMAS PROPUESTAS

¹ Se hace referencia aquí al proceso de secularización, que básicamente consiste en el proceso de armar pools de hipotecas que se dividen en diferentes categorías de tranches. Así, las hipotecas de clase *subprime* pueden dividirse en diferentes tranches que van desde E0 hasta E9, donde el orden de pago de las obligaciones de deuda sigue el mismo orden. Por ello, se pueden conseguir bonos de calificación AAA a partir de subyacentes hipotecarios de la peor calidad. Es evidente que los emisores intentarán hacer los primeros tranches lo más grandes posible, ya que a los últimos se les dará una muy mala calificación. de hipotecas con muy malas calificaciones.

Dado todo el escenario anteriormente expuesto se han realizado varias propuestas desde diversos sectores del sistema financiero, así como diferentes enfoques a sus propuestas. Es importante notar que es de importante interés analítico el referirse a las propuestas planteadas para el mercado norteamericano, en particular, quienes servirán de referencia para analizar el caso que atañe a este documento: el mercado financiero colombiano. Por supuesto plantear una solución sencilla no parece tarea fácil, sobre todo porque cada enfoque parece tener una debilidad inherente al mismo. En esta sección se expondrán las principales ideas puestas sobre la mesa hasta el momento, para en la siguiente sección plantear la nuestra a la luz de las aquí descritas.

En general es posible identificar dos enfoques en las soluciones propuestas por los diferentes autores y actores del mercado financiero. Por un lado existen aquellas propuestas que se enfocan en aumentar la normatividad y la intervención estatal en el papel de las CRAs en el mercado. Por otro se encuentran aquellos que ven en el libre mercado una opción de autorregulación que evite escenarios como el vivido en el 2008 (Mulligan, 2009).

Se comenzará entonces por describir las propuestas de regulación con lo que se ha considerado son las posibles fallas a cada enfoque.

Propuestas de los entes reguladores

Considerando por un momento los resultados del análisis de la reciente crisis realizado por la entidad gubernamental de Estados Unidos llamada “President’s Working Group on Financial Markets” (PWG). Según esta entidad, uno de los grandes problemas de la crisis del 2008 fue que los inversionistas confiaban demasiado en las calificaciones de crédito, lo que contribuyó a que los inversionistas asumieran el ‘riesgo’ para poder alcanzar mayores tasas de retorno (cf. *Ibíd.*, supra note 100, at 2). Esto se debió en gran parte a que la complejidad de los productos financieros aumentaba rápidamente, por lo que los inversionistas al mismo tiempo depositaban más y más confianza en los llamados *expertos*. Pero debido a la misma complejidad de los nuevos derivados financieros la calificación del riesgo era menos precisa, y por tanto existía mayor posibilidad de *default* que

en años anteriores. Por ejemplo, los bonos corporativos representaban una probabilidad de default acumulada en 5 años del 2.2% mientras que en las obligaciones de deuda colateralizadas se estimó del 24%, ambos con una calificación de “Baa” dada por Moody’s (cf. Coffee, citado por Mulligan, 2008). Como se puede apreciar, aunque ambos tenían la misma calificación, en realidad representaban niveles de riesgo muy diferentes. Esto, por supuesto, va en contraposición a lo estipulado por las mismas CRAs, quienes explícitamente aclaran que sus calificaciones tienen como objetivo ser comparables bajo cualquier criterio (S&P, 2009 y Fitch, 2010). Ello conllevó a que el riesgo asociado a una calificación de riesgo en particular aumentara, sin que el comportamiento de los inversionistas cambiara sustancialmente. Así, cuando la confianza en las calificaciones de las deudas colateralizadas de categoría subprime comenzó a disminuir, y las CRAs comenzaban a disminuir consecuentemente la calificación dada a las mismas, incluso a las recientemente calificadas, comenzó una espiral que terminó aumentando la creciente ansiedad del mercado.

Gracias a este análisis el PWG decidió realizar una serie de recomendaciones que incluían: aumentar la integridad y transparencia de los procesos y prácticas, al tiempo que se toman los pasos necesarios para garantizar que las instituciones financieras administren el riesgo más efectivamente. Para ello es necesario, según el PWG, que las CRAs expliquen de manera detallada cómo realizan las calificaciones cualitativas; manejen y controlen los posibles conflictos de interés (o riesgo moral); ayuden a los inversionistas a entender el sistema de calificación del riesgo de crédito al hacer disponibles las metodologías empleadas; se utilicen diferentes metodologías para la calificación del riesgo de los diferentes bonos; poner a disposición del público las estadísticas del ‘éxito’ de las diferentes calificaciones; y monitorear y actualizar más efectivamente las calificaciones (cf. *Ibíd.*, supra note 100, at 4-5). Como punto adicional, dado que el PWG encontró que en general los inversionistas entienden las calificaciones de riesgo de crédito como suficiente para medir el riesgo total de un determinado activo financiero,

propone que los inversionistas, en especial los supervisados por el gobierno, complementen la evaluación del riesgo con otros datos.

Siguiendo estas recomendaciones la SEC emitió una serie de propuestas, de las cuales finalmente se aceptaron cambios en la reglamentación que modificaban: la declaración pública del desempeño de las calificaciones, así como de su metodología; los requerimientos en cuanto a los registros; y los posibles conflictos de intereses. Estas disposiciones son similares a las adoptadas en Colombia. En tanto al primero se decidió que se debían exponer las estadísticas transicionales de cada activo calificado; el grado de verificación del activo subyacente a la hora de generar la calificación; el papel de la calidad del emisor en la calificación; y la información acerca de la vigilancia realizada sobre los productos ya calificados. En tanto a los registros, éstos tienen una serie de nuevos requisitos y además se impone la necesidad de entregar un reporte anual a la SEC donde se detalle el número de calificaciones para cada clase de security en el año fiscal. Por último, en tanto a las acciones que impidan los conflictos de intereses se adoptaron 3 medidas: prohibir que las NRSRO que emitieron recomendaciones acerca de la estructura legal o financiera del emisor realicen la calificación del mismo; prohibir que las personas que han tenido que ver en la construcción de la metodología o la calificación explícitamente, formen parte de la discusión que se encarga de estipular el precio a cobrar por la calificación; y por último, prohibir que los analistas de crédito de las NRSRO reciban regalos evaluados por más de 25 dólares brindados por miembros del emisor a ser calificado.

Sin embargo, la SEC no aceptó las siguientes propuestas de las realizadas por la PWG: el exponer de manera amplia la calificación y los productos de calificación a los inversionistas, y la idea de disminuir el apoyo que la regulación tiene en las NRSRO.

Propuestas de observadores del mercado

Estas propuestas pueden subdividirse en aquellas que invitan a alterar ciertos comportamientos, dada la regulación actual y aquellas que implicarían una

modificación de las reglas de juego del mercado financiero. Se expondrán a continuación la primer parte de estas propuestas:

a) Incrementar el número de NRSROs

Aumentar el número de estas agencias parece ser una reforma con un alto potencial en el campo del mercado al que pertenecen las agencias calificadoras de riesgo crediticio. Los últimos eventos sugieren que incluso los reguladores han aceptado que esta puede ser una buena solución en los Estados Unidos, en tanto ahora ya no son sólo 3 NRSROs sino 10. Ésta podría ser una buena medida en tanto que uno de los principales problemas con las actuales NRSROs es que no actualizan sus calificaciones con la frecuencia con la que cambian las situaciones económicas y financieras subyacentes de los activos calificados, y en general estas agencias se muestran reacias a cambiar en este aspecto. Lo anterior, junto con el hecho de que el reconocimiento como NRSRO a una CRA brinda una protección institucional y legal que garantiza que: primero, tengan un mercado asegurado; y segundo que existan barreras a la entrada de parte de otras CRAs, en tanto éstas no pueden competir en franca lid frente a las acreditadas. Por supuesto el aumentar la competencia creará un aumento en la frecuencia generalizada de las calificaciones, por un lado, y un posible aumento de la calidad de la calificación. Sin embargo, esto último sólo podrá ocurrir bajo ciertas circunstancias que se mencionarán en la siguiente sección. En el caso del mercado colombiano, aunque no es tan grande como el norteamericano, no es descabellado pensar en esto, dada la expansión del mercado y la obligatoriedad consignada en la legislación nacional con respecto a la necesidad de calificación para ciertos actores del mercado por parte de las CRAs. También existe la posibilidad de que conforme aumenta el número de NRSROs, se cree una división del trabajo que fomente la especialización de las mismas en la calificación de activos de ciertas industrias específicas, lo cual aumentaría también la calidad de las calificaciones.

Quienes se oponen a esta medida esgriman esencialmente 2 argumentos. El primero es el suponer que conforme aumenta la cantidad de oferentes de

calificación, los emisores (clientes) podrán encontrar en el mercado una entidad que les ofrezca una mejor calificación, creando una fuerza en el mercado que tenderá a disminuir la calidad de las mismas. El segundo es que las nuevas agencias estarán en una desventaja relativa cuando comparadas con las 3 grandes, porque es necesario un músculo financiero, credibilidad y una experiencia que las nuevas agencias no tendrán. Por ello, la calidad con las que estas nuevas agencias creen las calificaciones será sustancialmente menor que la de las CRAs ya establecidas, por lo que el reconocimiento de la nueva CRA como NRSRO no es suficiente para crear una credibilidad en el mercado.

b) Aumentar la responsabilidad legal de las CRAs

Esta segunda propuesta expone que aumentar el posible castigo a las CRAs por una mala estimación del riesgo puede conllevar a un aumento en los estándares de las calificaciones. Sin embargo un fuerte punto que se debe notar es que ésta propuesta ignora que se encuentra perfectamente estipulado en los estatutos de las CRAs que su calificación es meramente una opinión, y como tal no representa ni siquiera un consejo de inversión. También es claro que el papel de la CRA es opinar acerca del posible riesgo de *default* de la empresa y sus activos, pero, como ya se ha mencionado en repetidas oportunidades, esta calificación no refleja el conjunto de los diferentes riesgos a los que está sujeta una compañía. Así, las decisiones de inversión fundamentadas solamente en la calificación de las CRAs son irresponsables e irracionales, dado el contexto completo de una empresa. Por otro lado, el emitir una opinión es una actividad defendida por el derecho a la libertad de expresión, y por tal motivo, los sistemas legales no parecen ser modificables en este sentido.

También se debe tener en cuenta que un posible resultado de adjudicar responsabilidad legal al hecho de calificar “mal” un activo, es peligroso en el sentido de que las calificaciones son meramente subjetivas. Bajo este marco, cualquier calificación está sujeta a una acción penal en contra de la CRA, ya que podría haber estipulado mal el riesgo desde otro punto de vista. En particular, parece muy peligrosa la medida cuando se disminuya la calificación de un activo.

Por ello, esta medida lo que crearía es un incentivo a calificar en la mejor medida posible a los activos con el fin de evitar posibles acciones penales en su contra, por lo que contrario a lo que se quería inicialmente, disminuiría la calidad de las calificaciones.

c) Restaurar la relación principal-agente

Restaurar esta relación requiere de la existencia de potenciales clientes en la forma de inversionistas o subscriptores dispuestos a pagar por la calificación, en lugar de los emisores. Algunos autores, tales como Coffee (Citado por Mulligan), proponen que tal objetivo podría ser alcanzado si el SEC adoptara un sistema donde se reconociera con mayor fuerza a las NRSROs que adopten este sistema. Mulligan cita el ejemplo de Egan Jones como un magnífico ejemplo de esta solución. Según Mulligan esta CRA parece responder más eficientemente a las demandas de sus clientes, como en el caso de las frecuentes actualizaciones de las calificaciones. En caso de que este sistema de financiamiento de las CRAs se adoptara de forma más generalizada un posible gran beneficio sería que dada la presión de los clientes de las mismas, las actualizaciones de las calificaciones reflejaría con mayor fidelidad los riesgos de un activo, en lugar de darlo por sentado como invariable desde una última calificación emitida por primera vez. Más adelante se retomará esta propuesta, al ser integrada en la propuesta de White con la que se expone a continuación.

d) Acabar con la dependencia regulatoria

Una de las opciones que tienen los entes regulatorios es por supuesto el eliminar la dependencia que tienen las mismas sobre el trabajo realizado por las CRAs. Esto es, eliminar el “outsourcing” que se ha establecido con las calificadoras privadas para regular al mercado, al simplemente suprimir las referencias que se hacen en el marco regulatorio a las NRSROs.

En esta discusión es vital debatir cuál es el papel que deben tener las CRAs en el mercado financiero. Una de las consejeras a las posibles reformas a la SEC, la comisionada Casey, resaltó lo vital de discutir estas posibles reformas. En sus propias palabras “*es imperativo que removamos los requerimientos regulatorios*

que han servido para elevar las calificaciones de las NRSROs a un estatus que no refleja el propósito y las limitaciones reales de las calificadoras de crédito.” (Casey, Cit. Por Mulligan).

Esta teoría se sustenta en la creencia de que los emisores han llegado a depender de las calificaciones de crédito con el propósito de adjudicarse un tratamiento regulatorio particular. Ahora, acerca de si es éste el único propósito de adquirir una calificación favorable es debatible. Sin embargo, es claro que bajo esta visión, el beneficio real de una buena calificación no es la calificación misma, sino el tratamiento especial que le brinda el gobierno a aquellos con tales calificaciones.

Los contraargumentos a esta posición se pueden resumir en aducir que es muy posible que una disminución o eliminación de la dependencia regulatoria en las calificaciones crediticias no sólo no reducirá la dependencia de los inversionistas en las calificaciones, sino que estas calificaciones tendrían menor supervisión si el reconocimiento de NRSRO fuera removido del marco regulatorio.

Sin embargo, autores como White (2009) y Calabria (2009) consideran que esta es la mejor propuesta viable. Para White bajo éste nuevo escenario los bancos y aseguradoras, por ejemplo, tendrían mayores opciones acerca de dónde y a quién buscar para ser asesorados acerca del riesgo de un bono en particular. Otras instituciones harían la evaluación por su cuenta, o confiarían en la información brindada por el mercado de swaps de default. El autor propone que la seguridad del portafolio de bonos de estas instituciones continúe siendo sujeto de revisión por parte del regulador. De esta forma el mercado de calificaciones se abriría a nuevas ideas acerca de modelos de financiamiento, metodologías y tecnologías. White considera que la supervivencia del modelo “el emisor paga” no estaría garantizada. Así, se podría vincular la propuesta c) como un resultado de adoptar la supresión de las referencias regulatorias a las CRAs. La razón de que éste sea el caso es que, como Calabria lo expone, el modelo de financiamiento de las CRAs cambió tan pronto como la SEC adoptó las nuevas regulaciones que daban un papel explícito a las CRAs en las mismas. En la década de los 70s las CRAs se adaptaron al nuevo ambiente regulatorio, y dado que se encontraron con un nuevo

mercado garantizado, pudieron adoptar el nuevo sistema de financiamiento donde el emisor debía pagar por la calificación. También reconoce Calabria que fue gracias a este nuevo marco regulatorio que las NRSROs consiguieron un oligopolio, donde la entrada al mercado de nuevas CRAs estaba fuertemente restringido por el mismo marco regulatorio impuesto. Así, mientras aumentaban las regulaciones del papel de las NRSROs en los 80s y 90s, se crearon las condiciones necesarias de que dado el especial estatus y protección que tenían estas calificadoras, se pudiera crear un conflicto de intereses tal como el evidenciado en la crisis del 2008 (cf. Calabria, 2009).

e) La organización auto-reguladora

Una nueva propuesta ha surgido del debate acerca del modelo apropiado para regular las CRAs. Se ha propuesto adoptar modelos usados en otros aspectos del mercado de valores: el autorregulador. El Congreso de EEUU reconoció el valor de un autorregulador, en general, y de las organizaciones autorreguladoras en particular. Esta evaluación que ha sido formalizada en varios aspectos del mercado de valores. Por ejemplo, los brokers y dealers necesitan registrarse con la SEC y también con un auto-regulador.

Así, el Congreso norteamericano ha notado los beneficios de una entidad autorreguladora al resaltar que *“regular las actividades diarias de la industria de valores es extremadamente costoso e inefectivo”*. También ha resuelto que, dadas las complejidades del mercado de valores, tales como las prácticas de ‘trading’, y por supuesto, la evaluación de la posibilidad de default de productos financieros complejos, requiere de una supervisión regulatoria de un participante del mercado que tenga un conocimiento comprensivo y sofisticado de la industria (Ibíd.). Este reconocimiento de la importancia de los agentes autor-reguladores se ha visto reafirmada con la reciente aprobación de la consolidación de la National Association of Securities Dealers y de las funciones reguladoras de la New York Stock Exchange. Ambas entidades de auto-regulación de brokers-dealers.

Mulligan argumenta que la solución del autorregulador es la mejor hasta ahora propuesta, dado que sus alternativas, si bien tratan problemas esenciales al

funcionamiento de las CRAs, tales como el problema del conflicto de intereses o la adecuada política regulatoria, fallan en resolver el problema, que para éste autor, se encuentra en el centro del mal funcionamiento reciente de las CRAs. Esto es, el rápido desarrollo de la complejidad y la resultante incomprensión de los activos financieros. Según Mulligan, lo que ha afectado realmente al mercado de calificaciones crediticias es la disminución en la exactitud de las calificaciones producidas. Por eso el autor propone la opción del autorregulador como la más eficiente forma de mejoramiento de la calidad de las calificaciones, las cuales juegan un papel esencial como ayuda para que los inversores tomen una decisión informada en el mercado de valores.

El paralelo que ofrece el autor como comparación es el rol que ejecuta la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) como autoridad regulatoria independiente de los brokers-dealers. Una agencia similar debería ejecutar la labor de regular a las CRAs. Mulligan aduce que el gobierno no debería entrar en el papel de actuar como una NRSRO, ni el de tratar de dictaminar el trabajo diario de las calificadoras, ya que esto sería fiscal y políticamente irresponsable.

La propuesta definitiva de Mulligan es la de crear el marco regulatorio para que las CRAs deban estar inscritas con un auto-regulador para poder adquirir el estatus de NRSRO. Los beneficios de utilizar esta herramienta sería el lograr un mejor funcionamiento del mercado sin necesidad de incurrir en costos políticos ni monetarios por parte del gobierno al tratar de participar en el intrincado mecanismo del proceso de calificación crediticia. Así como la FINRA, este auto-regulador obtendría financiación al recolectar una cuota periódica de las calificadoras que sean miembros.

Mulligan le sale al paso a la crítica más obvia a la propuesta del autorregulador: la potencial falta de un cumplimiento estricto de las normas regulatorias dados los estrechos lazos de la organización con la industria que ella misma supervisa. Sin embargo el autor argumenta que incluso el Congreso norteamericano reconoce que los participantes activos de la industria podrían aportar al problema de la regulación un nivel de experiencia y, tal vez, eficiencia no esperados de parte de

una agencia gubernamental más remota. De hecho, el autorregulador brindaría al mercado un espacio para facilitar la educación de analistas financieros, el esparcimiento de las mejores prácticas en la industria y la promulgación de una cultura auto-regulatoria. Así, las funciones de esta entidad serían variadas, pero debería incluir una supervisión de las metodologías de calificación del crédito y un seguimiento de los procesos de calificación aplicados a todos los productos financieros.

IV. UNA PROPUESTA PROPIA COMO OPCIÓN ALTERNATIVA

Al tener sobre la mesa estas propuestas, el valor agregado de este documento será la escogencia de las mejores según sus argumentos y ver cómo alguna propuesta puede llevar a suplir el vacío de otra. Examinando la propuesta d), es posible observar cómo al ser implementada tendría como consecuencias la ejecución de las propuestas c) y a). En efecto, al eliminar la dependencia regulatoria introducida en la normatividad con el fin de dar un mayor poder a las CRAs reconocidas por el organismo regulador estatal, tal estatus regulatorio de estas agencias tendería a desaparecer. El suprimir éste reconocimiento a las CRAs aprobadas por el regulador tendría como inmediata consecuencia la eliminación de las barreras de entrada a este sector para otras CRAs no vinculadas con el organismo de control, así como el surgimiento de otras organizaciones nuevas o individuos que estén dispuestos a prestar el servicio de calificación crediticia o asesoramiento.

El aumento de las CRAs, llevaría a reducir los altos márgenes de ganancia que éstas manejaban como consecuencia de ser un oligopolio protegido por la legislación, y consecuentemente es posible que disminuya el precio de las calificaciones. La disminución del precio traería como consecuencia que ya no necesariamente los emisores fueran los únicos que pudieran acceder a estos servicios, sino que también los inversionistas tuvieran los suficientes incentivos para querer pagar por las calificaciones de sus futuras inversiones. Además, el aumento de oferentes de calificaciones haría que se dinamizara la competencia entre estos haciendo que todos manejaran estándares de calidad más, teniendo

en cuenta que el mercado evaluaría a estas organizaciones por la calidad de las opiniones dadas.

Al existir la necesidad por parte de ciertos agentes del mercado de manejar un portafolio conformado por bonos con altas calificaciones, para White (2009) el gobierno debería entrar a vigilarlos, convirtiéndose en una especie de calificadora, con todos los costos que esto implicaría para él. Como bien dice Mulligan (2009), el gobierno no es la mejor solución, ya que además de no contar con la experticia necesaria para esto y de siempre ir un paso más atrás del mercado como consecuencia de esto último, le acarrearía costos muy altos al intentar seguirlo. Así, introduce el concepto del autorregulador del mercado que desarrollamos en el numeral e) como la más adecuada solución, en tanto es un participante que surge del mercado mismo. Así podemos pensar que al vincular la propuesta de Mulligan con la de White parece ser la opción más llamativa y mejor estructurada al intentar buscar una solución coherente. De esta forma se obtendrían los beneficios de aumentar la competencia del mercado de calificaciones, incrementar la calidad de las calificaciones, posiblemente restaurar el sistema de financiación anterior al de los años 70's, restableciendo la relación agente-principal. Al tiempo, se soluciona el problema de tener al gobierno como ente regulatorio de las calificaciones dados los problemas expuestos por Mulligan, y así, se reemplazaría al mismo por el autorregulador.

Ésta organización, entonces, dado su nivel de conocimiento del mercado, sus altas capacidades y *expertise*, sería el mecanismo de regulación que funcione como piedra angular para desarrollar los beneficios de la propuesta de White.

V. CONCLUSIONES

Dado el vital funcionamiento de las CRAs en el mercado financiero, se han realizado varias propuestas para superar los errores en su funcionamiento, evidenciados en la crisis del 2008. Entre ellas, la propuesta de aumentar la regulación gubernamental parece no atacar el problema de raíz. Sin embargo, la propuesta de White (eliminar la dependencia regulatoria) y la de Mulligan (la conformación de un agente autorregulador del mercado de calificaciones) parecen

corregir los dos problemas esenciales del funcionamiento de las calificadoras: la alta complejidad de las calificaciones y la posición privilegiada de las calificadoras reconocidas en la regulación, al ser blindadas contra la competencia, entre otros problemas mencionados anteriormente.

Así, la propuesta en este trabajo de soportar la propuesta de White con la propuesta de Mulligan, supera los inconvenientes de la primera. Éste, puede ser el mejor camino que debería tomar el mercado financiero para optimizar el funcionamiento de las calificadoras de riesgo.

Concretamente en el caso colombiano, el AMV podría tomar el papel propuesto por Mulligan y comenzar así mismo a cumplir con su fin como ente esencial del mercado de valores. Por supuesto, no podemos asumir que toda referencia regulatoria a las calificadoras en Colombia va a ser eliminada de la noche a la mañana. Sin embargo, el AMV debería ser pionero en implementar la medida aquí propuesta para que así los entes gubernamentales se den cuenta de que el mercado puede imponer condiciones óptimas sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones. Si ello se diera algún día, se eliminarían las referencias regulatorias que actualmente tienen un efecto perverso. Podría ser pues Colombia el país pionero en adoptar esta nueva estrategia, que en caso de ser exitosa sería el punto de referencia para las demás economías y no como ocurre hoy en día en el sentido contrario.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Autorregulador del Mercado de Valores AMV. (2007) *¿Qué es Autorregulación?* Extraído desde <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|9|0> el 12 de mayo de 2010.

BAHENA, A., (2008), *What role did credit rating agencies (CRAs) play in the financial crisis?* University of Iowa, extraído desde http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financiam_crisis/posters/Amanda%20Final%20Draft.pdf el 11 de abril de 2010.

CALABRIA, M., (2009), *Did Deregulation Cause the Financial Crisis?*, extraído desde http://www.cato.org/pubs/policy_report/v31n4/cpr31n4-1.html el 3 de abril de 2010.

CLAVIJO, S. y cols. (2009) *Los Organismos Autorreguladores: La experiencia internacional y la de Colombia*. Enfoque N° 31. ANIF.

Fitch Ratings, (2010), *Corporate Rating Methodology*, extraído desde <http://www.fitchratings.com/jsp/creditedesk/AboutFitch.faces?context=1&detail=3> el 30 de marzo de 2010.

Grupo Financiero IXE, *Tutorial de Calificaciones*, extraído desde http://www.ixe.com.mx/storage/TUTORIAL_CALIFICACIONES_09.pdf el 3 de abril de 2010.

MULLIGAN, C., (2009) *From AAA to F: How the Credit Rate Agencies Failed America*, extraído desde http://www.bc.edu/schools/law/lawreviews/bclawreview/meta-elements/pdf/50_4/08_mulligan.pdf el 11 de abril de 2010.

PERTNOY, F., (2009) *Rethinking Regulation of Credit Agencies: An institutional investor perspective*. San Diego Legal Studies Paper No. 09-014

PICKARD, Lee A. (2008) *SEC's Old Capital Approach Was Tried -- and True*, American Banker, Vol. 17. Extraído desde Business Source Complete EBSCO.

PUENTES, J. (2009) *Tendencia regulatoria mundial sobre las agencias de calificación crediticia: Un análisis de la normatividad colombiana a partir de la legislación de Estados Unidos y la Comunidad Europea*, Universidad de los Andes.

Standard & Poor's, (2009) *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*, extraído desde <http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>

STIGLITZ, J. (Entrevistado), *Credit and Creditibility*, (2008, Diciembre 27). *Now on PBS* [Programa televisivo].

WHITE, L., (2009), *The Credit Rating Agencies and the Subprime Debacle: Understanding Their Centrality and What to do About It*, extraído desde <http://www.finreg21.com/lombard-street/the-credit-rating-agencies-and-subprime-debacle-understanding-their-centrality-and-wh> el 5 de abril de 2010.