

Werner Rügemer (2013), *LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN. UNA INTRODUCCIÓN AL ACTUAL PODER DEL CAPITAL*, Barcelona, Virus, (280pp.) ISBN 978-84-92559-41-1

---

Emmanuel Rodríguez López

Observatorio Metropolitano de Madrid<sup>1</sup>

### **AGENCIAS DE RATING, BRAZO ARMADO DEL CAPITALISMO FINANCIERO**

Desde que empezara la crisis, no se puede decir que hayamos conseguido darle la vuelta a la tortilla, pero ciertamente sabemos mucho más sobre el funcionamiento de la economía financiera, núcleo al fin y al cabo de "nuestra economía real". No obstante, son pocos todavía los libros que nos ofrecen un análisis propiamente político acerca de lo que constituye el nuevo poder de clase (entiéndase, la "clase capitalista"). El libro de Rügemer es uno de ellos. De su lectura se concluye justo lo contrario de aquello de lo que tanto alardean los apologetas neoliberales: el capitalismo opera, ante todo, de acuerdo con una lógica de fuerza, y no con una de competencia y de libre mercado. En cierto modo, mientras si de la política decía el viejo estratega "que era la continuación de la guerra por otros medios", hoy, deberíamos decir que el mercado es la continuación de la política por otros medios.

### **CAPITALISMO FINANCIERO, ¿TEATRO DE GUERRA?**

Si hay una palabra que sintetice brevemente el *modus operandi* de los grandes agentes financieros, ésta es "guerra". En las mesillas de los Warren Buffet debiéramos encontrar -caso que hubiera algo que se correspondiera con el término "alta cultura"- antes el *De la guerra* de von Clausewitz que la *La riqueza*

<sup>1</sup> El Observatorio Metropolitano de Madrid ([www.observatoriomropolitano.net](http://www.observatoriomropolitano.net)) es un espacio autónomo de investigación, formado por investigadores y activistas de colectivos sociales y políticos de esta ciudad

*de las naciones* de Smith. Carnívoro por excelencia, el capital en dinero opera de una forma mucho más parecida a los predadores que eligen la presa más débil, que a la sutil de acción de una multiplicidad de actores (la mano invisible) conducente al equilibrio.

De hecho, en el negocio financiero se producen tres condiciones, que combinadas dotan a las grandes instituciones financieras de una posición privilegiada. Tres elementos que componen un marco de relación de fuerzas que irremediablemente garantiza la impunidad "criminógena", con la que ya nos hemos ido familiarizando. La primera es que, en el negocio financiero, "el tamaño importa". Es el factor determinante. Y tamaño es también movilidad, capacidad de presión e información privilegiada. Valgan sólo un par de ejemplos: las diez principales sociedades de inversión del planeta tienen en cartera 16 billones de dólares, más que el PIB anual de EEUU; y sólo la principal de todas ellas (Black Rock) tiene capacidad para desplazar volúmenes de capital similares al PIB de Alemania. Nunca antes en la economía capitalista se había podido observar semejante grado de concentración de poder económico.

La segunda es que importan más "el control de la riqueza que la producción de la misma" o "la gestión que la propiedad". Se recuerda lo ya conocido: la mayor parte del capital con el que operan los grandes agentes financieros no es propio. Y, se concluye con algo menos sabido: los riesgos están básicamente transferidos a terceros. Efectivamente, el capital de las grandes sociedades de inversión proviene, en última instancia, de las necesidades aseguración de las clases medias (fondos de pensiones), de pequeños ahorradores (IIC) y de los depósitos de bancos, por lo general, medianos y pequeños, pues para operar en el negocio financiero se necesita un capital gigantesco y una posición de poder que permita un apalancamiento masivo, para atacar sobre el objetivo correcto, en el momento preciso.

La tercera condición, la podríamos resumir en el axioma financiero, hoy impuesto a la clase política: "demasiado grande para caer". Las llamadas "entidades de importancia sistémica", que a día de hoy reconoce la UE, son el eufemismo para nombrar la nueva posición del Estado como "recurso de última instancia". Dicho de otro modo, si las cosas van mal, siempre se podrá recurrir al Estado a fin de que salve a una entidad, y con ello no sólo a los principales inversores financieros, sino en ocasiones a su antigua dirección. Prueba de ello

son las cinco veces que ha sido rescatado Goldman Sachs desde los años veinte del siglo pasado. O más recientemente, de forma directa o indirecta, los AIG, Citi Group, Deutsche Bank, etc.

## **NUEVOS DESTRUCTORES. LAS AGENCIAS DE RATING EN EL PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN**

El trabajo de Rügemer no se refiere directamente a las grandes instituciones de inversión, como los gigantes bancarios, los *hedge funds*, los fondos soberanos, etc. Su preocupación está en un instrumento, extremadamente útil al capital financiero aunque tenga una declarada pretensión de independencia y objetividad: la evaluación de riesgos, el *rating*. Por ejemplo en España, un grupito de empresas ha adquirido en los últimos años una creciente capacidad de presión, debido a su posición de oligopolio en la evaluación del "riesgo país". Sólo tres entidades, Standard&Poors, Moody's y Fitch tienen a día de hoy el poder de evaluar la calidad de todo tipo de bonos y productos financieros, así como a las entidades (empresas, Estados, ciudades) que los emiten. Y con ello, también, la capacidad de incidir en el "precio" a pagar por el endeudamiento

La historia de este negocio es interesante y, al tiempo, paradigmática de la imposición del capitalismo financiero, como forma capitalista *tout court*. El origen de estas empresas es desde luego modesto. Fundadas a finales del siglo XIX o principios del XX, su negocio original consistía en recibir dinero de accionistas e inversores interesados en la compra de acciones con fines especulativos –normalmente en compañías de ferrocarril. Hasta aquí nada especialmente significativo o gravoso, particulares pagaban a informadores expertos acerca de las ventajas o riesgos de invertir en determinadas empresas.

Pero a medida que se han impuesto las políticas de desregulación que han dado lugar a la *financiarización*, su función ha cambiado radicalmente. Un cambio crucial es la modificación de la modalidad de pago. Desde mediados de la década de 1970, ya no son los inversores (los compradores) los que pagan por la información, sino los emisores de valores. Esto es, aquellos que quieren colocar bonos o productos financieros.

Otro cambio fundamental del mismo periodo fue que el gobierno de EEUU avaló legalmente la actividad de estas agencias, sellando, así, su nueva función económica, como gendarme del poder de los inversores, o mejor dicho, del capital financiero. Desde 1974, el regulador estadounidense blinda

la calificación de las agencias, al obligar a las entidades financieras a ajustar sus reservas de acuerdo con el *rating* de los valores negociados. Es más, la SEC ha renunciado a realizar ella misma la evaluación, para otorgar licencias específicas a un puñado de empresas. Una vez, la SEC deja de poder intervenir en los criterios de calificación, su función se "externaliza". ¡Sería una injerencia imperdonable en la independencia del mercado!, siempre necesitado de una asesoría "independiente". Por ello, las agencias de *rating* se han convertido en consultores permanentes del gobierno.

Poco puede sorprender que, a caballo de estos cambios, el negocio del *rating* experimentara un fuerte proceso de concentración, así como una escalada en su importancia económica. Claro y llano, en la década de 1970 se formó el oligopolio del *rating*. Un oligopolio perfecto. Actualmente Moody's y S&P concentran, cada una, en torno al 40 % del negocio y Fitch en torno al 15 %. Apenas 15.000 empleados y 200 sucursales en todo el mundo son hoy el centro del negocio de la calificación.

El primer ensayo del poder de las agencias de *rating* como ariete del poder financiero se puede observar ya en la crisis de la deuda de los países del Sur durante los años ochenta. En los *default* de los países latinoamericanos, las agencias lograron, gracias al FMI, el reconocimiento de sus calificaciones como criterio único de solvencia de los países pagadores. La calificación de sólo cinco países en 1980, se extendió, así, en el curso de las décadas siguientes hasta sumar 68 en 1990, 191 en 2000 y prácticamente todos desde mediados de esa década. Desde entonces las calificaciones se han extendido también "por arriba" (por ejemplo: la UE, su presupuesto y sus instituciones financieras son objeto de evaluación regular), así como "por abajo" (municipios, regiones, empresas públicas).

Europa tampoco se libró de hacerle la cama a las agencias de *rating*. Las calificaciones han sido incorporadas en el operativo y en los estatutos del BCE. Y la negativa reiterada de las instituciones europeas a crear una agencia pública, no deja de reforzar esta posición. Por otra parte, su expansión internacional ha sido también reforzada por los acuerdos de Basilea. Estos "tratados" son una suerte de colección de normas dirigidas a la supervisión del sistema financiero occidental. La primera ronda de acuerdos se firmó en 1988, y la segunda y la tercera en 2004 y 2009 respectivamente. Aunque en estas negociaciones participan los bancos centrales, lo cierto es que son prácticamente una forma de

"autorregulación" bancaria. Sea como sea, los acuerdos de Basilea han venido estableciendo las normas de seguridad financiera por las que los bancos debían disponer de un capital suficiente valorado según el riesgo de sus activos. Y ¿quién valora este riesgo? Adivínenlo, el oligopolio del *rating*.

En definitiva, a día de hoy las agencias califican Estados, ciudades, regiones, empresas públicas, pero también bancos, empresas privadas, sociedades de inversión y productos financieros de todo tipo. La expansión de sus servicios se extiende más allá de la calificación a la consultoría financiera y la negociación privada, así como al negocio bursátil propiamente dicho. Los índices bursátiles de Standard&Poors son actualmente consultados en todo el planeta y el S&P500, sobre las grandes cotizadas en las bolsas estadounidenses, es quizás el indicador bursátil más referenciado. Moodys es directamente la propietaria de las bolsas alemanas

## **LA PROPIEDAD DEL OLIGOPOLIO DEL *RATING* Y SUS CONEXIONES POLÍTICAS**

A pesar de esta expansión y concentración del negocio con aval público (¿quien habló de oposición entre Estado y mercado?), quizás haya todavía algún ingenuo que pudiera defender que las agencias realizan su labor de acuerdo con una precisa objetividad. Las relaciones de propiedad de las agencias le harán sospechar justamente lo contrario. Por ejemplo, Standard&Poors es propiedad de McGraw Hill, una amable empresa editorial. Pero ¿de quién es propiedad McGraw? Pues de algunos de los grandes *hedge funds* occidentales como Capital World, Black Rock o Vanguard, así como instituciones financieras de la talla de Morgan Stanley, Allianz Global o el Banco de Nueva York. ¿Hay alguna diferencia con Moody's? Pues sencillamente muy poca, además de los ya mencionados, entre sus accionistas se encuentran Warren Buffet, ING y el Citigroup. Por si esto fuera poco, el oligopolio del *rating* se refuerza con la presencia de consejeros cruzados, una colaboración declarada y la contratación de los mismos despachos (los Big Four) y las mismas auditoras (Price Waterhouse Coopers, KPMG, Deloitte)

Antes de presuponer una "independencia sincera", las relaciones de propiedad de las agencias señalan al núcleo duro del capital financiero global: un puñado de grandes entidades financieras, de las que las agencias de *rating*, aparecen como uno de sus principales vehículos de coordinación. En cierta forma,

podríamos decir que las agencias, las consultoras y los grandes despachos de abogados son una parte crucial en la constitución real del nuevo capitalista, colectivo y global, son su aparato técnico. Otro elemento importante, en la articulación de este capitalista colectivo, viene dado por las propias relaciones de participación mutua entre las grandes sociedades financieras. Y otro elemento, viene dado por su participación privilegiada en el poder político. De la forma más visible, la conexión política y empresarial puede ser representada de forma ejemplar por esa mareante "puerta giratoria" que lleva a los altos directivos de las agencias a los consejos de administración de los grandes bancos de inversión, de estos a los ministerios de economía y de ahí a los organismos reguladores, para entrar de nuevo en los consejos de los fondos de inversión, de las agencias de *rating* y de los grandes bancos.

Obviamente, tal conchabeo y promiscuidad entre los altos ejecutivos, las empresas privadas y los reguladores públicos, no impide que las agencias se blinden de toda posible injerencia "política". Todas ellas comparten sede en paraísos fiscales con fondos de inversión, SIVs (Vehículos de Inversión Estructurados) y toda clase de negocios financieros. Delaware, Luxemburgo, las Islas Caimán figuran entre sus bases de operativas favoritas.

## **LA CAPACIDAD DE FUEGO Y EL FRENTE DE OPERACIONES**

Hoy, la "calificación" es la señalética fundamental de los mercados financieros. Como se sabe, el abanico de calificación va desde la triple A, valor seguro y grado máximo de seguridad en la inversión, hasta la "D" de Default, el *non investment grade* que señala el último grado de inversión, el ya puramente especulativo. En la medida en que las agencias califican toda clase de productos financieros –créditos titulizados, swaps (futuros), títulos sobre *partenariados* público-privados, valores respaldados por activos (ABS)–, los emisores de estos productos están altamente interesados en obtener las máximas calificaciones. Lo mismo se aplica a empresas, bancos, estados y ciudades, pues también dependen de estas calificaciones en todo lo relativo a su deuda.

Vista la importancia del *rating*, sería deseable que a fin de garantizar la mayor objetividad y contractibilidad posible, los criterios y los métodos de calificación fueran públicos. Pues bien, ocurre justo lo contrario. Los criterios son "secreto militar". La matriz de valoración de las agencias no es pública; no la conocen ni sus clientes, ni las autoridades, ni tampoco los organismos

reguladores. Por otra parte, sus calificaciones aun siendo públicas, constituyen un asunto privado, están fuera de toda responsabilidad judicial. De hecho, según repetidos fallos de los tribunales estadounidenses están amparadas por la "libertad de expresión", pues no son más que meras opiniones y, por ello, no entrañan responsabilidad legal. Paradojas de la democracia moderna. En definitiva, lo único que todavía parece pudiera otorgar confianza y autoridad a las agencias es su experiencia, su *pool* de expertos y su posición de mercado. Confianza que, a la luz de sus recientes resultados, no debiera ser mucha

De otra parte, lo que las agencias evalúan es sólo el riesgo para el comprador. En este sentido, "naturalizan" la posición de poder del inversor. Su calificación no responde más que a este criterio: "el emisor del bono será o no será capaz de pagar puntualmente sus obligaciones". Aunque no parecen tener en consideración los efectos que su calificación pudiera tener de cara a la futura capacidad de pago de la entidad evaluada. Por ejemplo, una rebaja en la nota de la deuda de un país, se traduce en un encarecimiento de su financiación y por ende en una menor capacidad de pago inmediata, o incluso, en nuestro caso, en riesgo de bancarota. Tampoco importan para las agencias, convertidas en portavoces de los intereses de los inversores, la inviabilidad a medio o largo plazo de los activos que valoran. Este es por ejemplo el caso de los productos estructurados (CDOs) y sus seguros (CDS) levantados sobre unas hipotecas de dudosísima solvencia como fueron las *subprimes* estadounidenses. Por otra parte, aunque los criterios de calificación no son públicos, parecen incorporar toda una serie de condiciones "políticas", poco o nada "liberales", como la posibilidad (o más bien obligación) de un rescate estatal sobre una entidad, considerada "demasiado grande para quebrar". Se podría decir, así, que la única preocupación de las agencias es el riesgo para el inversor, independientemente de otros criterios de orden social o, incluso, económicos (no al menos en su totalidad). Especialmente cuando ese inversor es "el que importa", el que pertenece al núcleo duro del capitalismo financiero. Baste reconocer la diferencia de trato que las agencias de calificación dispensan a sus clientes, en función de su naturaleza. Todos los estudios señalan que estados, ciudades y empresas públicas son calificados según su capacidad de pago; y son por eso ordenados de acuerdo con su poder político y económico. Además, sus bonos son, por lo general, peor o mucho peor valorados que los productos financieros derivados de esos mismos bonos de deuda pública.

Por el contrario, los productos de las entidades financieras no sólo tienden a recibir las máximas calificaciones, sino que, con frecuencia, las agencias les ayudan para que sus productos reciban la calificación más elevada. Así fue, por ejemplo, entre 2003 y 2007, lo referente a los productos resultantes de la *titulización* de las hipotecas. Además, los modelos empleados en la calificación (modelos matemáticos) sólo son válidos en "condiciones normales". Esto es, los de expansión de la burbuja financiera. Mientras, tienden a ser del todo imprecisos en situaciones "excepcionales": esto es, de crisis económica.

No se debe olvidar que las agencias viven fundamentalmente de la venta de calificaciones, y que ésta se realiza, precisamente, a los que emiten los bonos a calificar. Es como si un examinador viviese de vender calificaciones de exámenes a sus propios alumnos. A este respecto, Rügemer ofrece un ejemplo muy ilustrativo. En 2010, ya bien entrados en una situación de recesión, con poco más de 3.500 analistas, el oligopolio del *rating* vendió 2,7 millones de calificaciones, en su mayoría sobre productos financieros. Por ello, teniendo en cuenta este monto total de trabajo, cada analista debió realizar unas dos calificaciones diarias, festivos incluidos, acompañadas con su correspondiente informe de 250-300 páginas. Parece, pues, que el examinador también tiene el negocio de lo que él nunca debería permitir: la copia.

## **PROPAGANDA Y GUERRA REAL**

La guerra del capitalismo financiero opera sobre un viejo axioma bélico: tomar posiciones, conquistar vastos territorios, expropiar la riqueza de sus antiguos habitantes, explotarlos al máximo, abandonarlos a su suerte cuando ya no valgan nada, y volver reconquistarlos cuando, por mor de una acción guiada por la mera supervivencia, estos mismos territorios y poblaciones vuelvan a valer algo. Este es el mismo mecanismo de la expansión financiera, a través del sobreendeudamiento. El capitalismo financiero se extiende por medio de la emisión de bonos y títulos y de la concesión de crédito. Esta es su naturaleza elemental. Por eso Rügemer habla de *debt factory*, una fábrica de producción de endeudamiento masivo.

Paralelamente, la propaganda financiera viene a decir así: "Sin los mercados financieros no existirían empresas como Google o Apple. Los mercados financieros operan mejor (asignan mejor los recursos) si son poco o nada regulados". Así, los mercados financieros son los creadores de riqueza



modernos: son los nuevos capitanes de la industria tecnológica y del desarrollo futuro. A tal recuerdo "épico" apela el capitalista colectivo contemporáneo.

Contra esta propaganda debiéramos insistir, una y otra vez, que lo que llamamos "mercados financieros" no es más que al teatro de operaciones de un estrecho oligopolio. Pero, también deberíamos apuntar algo mucho más importante: aun cuando las agencias son un modelo de negocio, su función es, propia y estrictamente, política. Las agencias de *rating* son como el gendarme (el examinador) del poder financiero. Esta función política no es ambigua y tampoco se oculta. De hecho, es manifiesta y descarada. Las agencias hacen un uso declaradamente político de sus calificaciones. Valga, como ejemplo, mencionar el empleo sistemático de calificaciones no solicitadas, especialmente a Estados ya amenazados de ataque financiero. Ataque que puede resultar en beneficios extraordinarios. Pero también hemos asistido a la amenaza (o el ejercicio) de la rebaja de la calificación de un Estado con el fin de obligarle a que imponga determinados recortes o que desregule en provecho de la oligarquía financiera. Por otra parte, las agencias realizan también calificaciones hostiles con el fin de forzar una posición política. En definitiva, las agencias son la vía de expresión del *lobby* de los inversores financieros, el "destructor" de toda resistencia a su expansión. Su labor goza para ello de fuertes avales estatales y de todos los parabienes legales.

Quizás, la mejor demostración de que la calificación es principalmente un arma política, y no un medio para aportar transparencia en los mercados, es que en el corazón del capitalismo financiero, esta es un fenómeno marginal, sin importancia alguna. En las operaciones mayores en las que participan los grandes operadores financieros, las calificaciones no cumplen ningún papel. Deutsche Bank, Allianz, CitiGroup, Santander, Black Rock, BNP Paribas tienen todos ellos sus propios analistas y sistemas de evaluación de riesgos.

El análisis de Rügemer aporta, en definitiva, información valiosa sobre un terreno opaco, pero bien real: el del ápice del capitalista colectivo moderno y el de sus formas de presión y gobierno. La apuesta política de Rügemer, al igual que la nuestra, se concentra en imponer los medios para gripar la gran fábrica de endeudamiento masivo. Por lo que se refiere a las agencias de *rating*, ello debería pasar por su exclusión de todas las normativas estatales así como de todos los órganos de supervisión; pasar por la aplicación de toda la responsabilidad penal por sus acciones; pasar por la ilegalización de toda

operación que provenga de una sociedad con residencia en un paraíso fiscal: y pasar por el no reconocimiento legal de los valores ocultos y fuera de balance (como son los vehículos de inversión estructurada o SIV)... Al fin y al cabo, lo que aquí se juega es la democracia misma. La solución a la financiarización no es decantarse por el Estado, en su falsa oposición al mercado, sino democratizarlo; a la vez que se atacan los oligopolios financieros. En pocas palabras, nuestro reto es que las poblaciones actúen para que el poder político no sea el aliado fiel –aunque cuando se niegue públicamente– aun cuando se niegue públicamente– de la oligarquía financiera.