

03 de Mayo de 2015

José Jiménez

El pasado 23 de abril, YPF colocó 1500 millones de dólares en bonos de deuda a diez años con una tasa de interés fijo del 8,5% anual y bajo jurisdicción norteamericana.

La emisión de deuda de la empresa argentina se fijó, en un principio, en 500 millones, pero las altas expectativas de inversión aconsejaron a triplicar la oferta.

Días antes, el Estado lograba préstamos en el mercado internacional de capitales por valor de 1415 millones de dólares con ofertas que excedieron los 1878 millones.

En esta ocasión, el interés fijo anual se cerró en un 8,95%. Las reacciones no se hicieron esperar.

El ministro de Economía Axel Kicillof destacó que la emisión de BONAR 24 (bonos estatales) logró triplicar las estimaciones iniciales (también de 500 millones) y que la operación demuestra que "pese al boicot de los fondos buitres y las agencias de calificación internacionales", Argentina es capaz de acceder a los mercados internacionales.

En el otro lado de la cancha, las críticas se centraron en el alto interés. La American Task Force Argentina (ATFA), el lobby formado por los fondos buitres, lanzó un comunicado asegurando que la emisión había sido "un mal negocio" añadiendo que "un país en guerra como Irak se financia al 7,5%".

En ambos casos el interés es alto. "Pero en el actual contexto de acoso y derribo que sufre el país por parte de nuestros adversarios (en relación a los fondos buitres) es todo un éxito" asegura a Tiempo Raquel Kisser, economista y vicepresidente de ACRUP, la primera agencia de calificación vinculada a una universidad pública (Universidad Nacional de Tres de Febrero) registrada por la Comisión Nacional de Valores.

Según la experta, "la estrategia de estos adversarios era impedir, a toda costa, que Argentina pudiera acceder al crédito internacional y no sólo lo ha logrado sino que lo ha hecho con intereses por debajo de los dos dígitos", algo que convierte a la doble operación en un logro notable en "un contexto internacional tan adverso para el país". En la actualidad, el bono griego a diez años (y al cierre de esta edición) paga un 11,51% y la deuda soberana española alcanzó un máximo del 6,8% en junio de 2012.

RIESGO. Esa es la clave que explica el baile de cifras. Riesgo calculado en base a complicadas ponderaciones de datos, estimaciones y proyecciones que elaboran las agencias de calificación: un selecto grupo de empresas que calculan el riesgo que supone comprar bonos de deuda emitidos por empresas o estados.

El mismo día de la emisión de deuda por parte de YPF, la agencia Moody's daba al bono de la petrolera la nota de Caa1 (calificación que denota un riesgo muy alto y sitúa la deuda de YPF en el rango de los "bonos basura") valorando de manera negativa "la exposición de la compañía a la inestabilidad de la economía argentina", sumando "un marco de política impredecible del gobierno" y la "exposición a la convertibilidad de la moneda extranjera y riesgo de transferencia".

El 95% del mercado de la calificación está en manos de tres agencias norteamericanas: Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Y su imparcialidad a la hora de emitir sus informes está puesta en entredicho. UNA DESCONFIANZA EN DOBLE SENTIDO. Por un lado, el papel de las grandes calificadoras en el germen de la crisis internacional ha quedado al descubierto a través de cuantiosas multas impuestas por "errores" de calificación que han tenido nefastas consecuencias globales. Estados Unidos, por ejemplo, impuso una sanción de 1400 millones de dólares a Standard & Poor's por "sobreevaluar los ratings sobre los derivados hipotecarios" que desembocaron en la crisis de las hipotecas basura.

Por otro lado, la Unión Europea ha denunciado los "conflictos de intereses" en el trabajo de evaluación de las evaluadoras en relación a las deudas soberanas de los estados miembros. "La investigación de la Autoridad Europea de Mercados y Valores ha desvelado deficiencias en el proceso de calificación soberana que podrían suponer un riesgo para la calidad, la independencia y la integridad de las calificaciones y del proceso de calificación", indicó el presidente de la Autoridad, Steven Maijor.

La UE ha reclamado a las agencias de rating que "introduzcan mejoras en sus protocolos de trabajo" para garantizar el cumplimiento de la legislación comunitaria y "erradiquen prácticas inadecuadas". Y amenazan con sanciones aún mayores.

"Se han determinado multas muy altas, pero ni los directivos de las empresas financieras que incentivaron la crisis de las 'subprimes' ni los directivos de las agencias de calificación resultaron imputados", comenta Raquel Kismer.

Desde el principio de la crisis, algunas voces clamaron por la creación de un nuevo contexto que quiebre la situación de oligopolio en el rating global: el ex presidente de España, José Luis Rodríguez Zapatero, sugirió la creación de una gran agencia de calificación europea formada por economistas y académicos independientes. No hubo respuesta.

UN APORTE. Argentina ha dado un paso adelante formulando una salida al callejón a través de la creación de agencias calificadoras universitarias: son entidades sin fines de lucro, vinculadas al principio de autonomía de los centros académicos y con "una mirada local". Y, en este sentido, la clave es el Riesgo País. "Las agencias mundiales no tienen una visión regional. Todas sus decisiones vienen marcadas por la visión desde los mercados centrales y cuando analizan un instrumento financiero le colocan el techo inicial del riesgo país que le asignan a la deuda soberana correspondiente. Nosotros actuamos a la inversa; nuestra mirada está relacionada con los riesgos financieros vinculados al mercado local", explica Kisser.

El objetivo, a través de la creación de un mercado de calificación interno, es convertir el ahorro de los ciudadanos en inversión productiva. Las universidades de Moreno y San Martín también se han embarcado en esta aventura.

TENDENCIA INTERNACIONAL. Al otro lado del Atlántico también han surgido nuevas agencias que, poco a poco, van copando parte del mercado en sus respectivos países.

Una de las pioneras europeas surgió como "una evolución natural de los servicios de gestión y análisis de riesgos comerciales que veníamos realizando desde 1996", comenta a Tiempo Adolfo Estévez, director de Axesor, primera agencia de calificación española y una de las 39 que operan en la UE. "Cuando analizamos el mercado, nos dimos cuenta que las grandes agencias no estaban cubriendo las empresas del 'middle market' europeo y que, además, las nuevas fórmulas de financiación necesitarían el apoyo de una agencia con un conocimiento extenso de las realidades de las empresas de este segmento, dónde enfocamos nuestros esfuerzos iniciales con un éxito notable", indica.

El mercado se ha abierto aunque "sigue dominado por las tres grandes agencias americanas". Pero "las nuevas agencias europeas están haciéndose un hueco y cada vez son más conocidas y se ven como una alternativa viable, ganando cuota de mercado, especialmente en áreas como el 'middle market' corporativo", declara Estévez.

Según el director de Axesor Rating, un "próximo paso" será la

consolidación de estas nuevas agencias como condición previa a la expansión "paneuropea". "El plan estratégico de Axesor incluye la asociación con las principales agencias de rating en cada mercado para constituir una agencia con capacidad de competir con las grandes en igualdad de condiciones".

En la Argentina esta aspiración internacional es similar. "Estamos buscando mecanismos de asociación con iniciativas semejantes en otras partes de Latinoamérica a través de convenios con otras universidades", añade la vicepresidenta de ACRUP aunque la "en otros países, la legislación no está tan avanzada como acá". «

Las claves de la calificación

Solvencia, liquidez y garantía. Estas son las tres palabras clave que explican el trabajo de las agencias de calificación de riesgo. Tres conceptos fundamentales que, de igual manera, sirven para explicar la capacidad de un país para poder hacer frente a la emisión de bonos de deuda soberana o para demostrar la viabilidad de una pequeña empresa a la hora de presentarse en ante un fondo de inversión para lograr financiación. "Primeramente se hace un balance exhaustivo del estado patrimonial de la compañía y de sus balances para determinar su solvencia", explica Raquel Kismer. Después llega la hora de, en base a proyecciones, determinar la liquidez a futuro de la entidad auditada. "La diferencia fundamental entre el mercado de capitales y el sistema bancario es que el primero se apoya más en el flujo esperado que en la trayectoria previa." Y en este sentido, hay productos financieros que requieren de un detallado análisis de proyecciones para demostrar su viabilidad. Esto implica un doble análisis: uno cuantitativo, basado en el análisis patrimonial y de flujos, y otro cualitativo, que tiene que ver con la estructura jurídica y administrativa. Y entonces, el trabajo de recolección de datos, cifras, proyecciones y estimaciones se convierte en matemática. "Todos los datos se vierten en una matriz ponderada que permite determinar un nivel de calificación que se traduce en un nivel de riesgo estimado para el inversor" a través de un sistema de notas propio de cada consultora. Un trabajo aséptico cuando no se cruzan por medio oscuros intereses económicos.

Una experiencia argentina exitosa

El nacimiento de ACRUP está estrechamente vinculado a la modificación de la Ley de Mercado de Capitales que permite, entre otras cosas, la

creación de agencias de calificación de riesgo crediticio vinculadas a las universidades públicas del país.

La historia de ACRUP se reduce a nueve meses de trabajo intenso al socaire de un nuevo marco que “introduce el control del estado en un mercado que, hasta la aprobación de la ley, estaba sujeto sólo a la autorregulación”, explica Raquel Kismer, vicepresidente de la agencia. Más allá del control estatal sobre la actividad de un sector muy sensible y de alto impacto en la economía, la ley, según Kismer, tiene el objetivo último de “poder ampliar este mercado y posibilitar la aparición de nuevos actores”. “Todo el mundo coincide en que hay un problema en torno a la calificación de riesgos y que existe la necesidad de iniciar un debate sobre la materia: pero Argentina ha dado el paso de dar solución a este tema con la incorporación de las universidades públicas a la calificación”, incide.

En apenas nueve meses de funcionamiento, ACRUP se ha consolidado en un mercado local dominado, hasta el momento, por las tres grandes agencias norteamericanas: ya sea de manera directa o a través de filiales instaladas en el país.

El secreto de este éxito, asegura Kismer, es “el rigor profesional a la hora de hacer los análisis” y “una mirada diferente que arranca desde lo local”. Hasta el momento, el crecimiento de la agencia de calificación vinculada a la Universidad Tres de Febrero es la mejor tarjeta de presentación de su trabajo.

Un ejemplo claro de la implantación sólida de la agencia en el mercado del rating crediticio es su posición en el sector de los fideicomisos en el que ya audita al 17% de los fondos según los datos del primer trimestre de 2015. Esta cifra coloca a la entidad universitaria en tercer lugar por delante de la local Evaluadora Latinoamericana (2,2%) y Moody's.

"Muchas empresas contratan a dos agencias para calificar su nivel de riesgo y en bastantes ocasiones vamos junto a alguna de las grandes", comenta Kismer.

ACRUP avanza con paso firme en el sector de los fondos comunes de inversión auditando "al fondo de infraestructuras más grande de la Argentina". Y a dos bancos; y a importantes instrumentos destinados a Pymes, como el caso de 'Garantizar', una sociedad de garantías que supone el 50% del mercado destinado a Pymes del país. "Esto nos permite mostrar trabajo y que el mercado entienda que esto no es un proyecto o una idea, sino un ejercicio efectivo. Algo real y sólido".