

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

103

Agencias de calificación crediticia



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

103

2 0 1 1



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS

(Presidente)

JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN

(Vicepresidente)

FERNANDO CONLLEDO LANTERO

(Secretario)

JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO

MARIO FERNÁNDEZ PELAZ

JORDI MESTRE GONZÁLEZ

ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ

ATILANO SOTO RÁBANOS

ADOLFO TODO ROVIRA

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA

Editor

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Coordinadora de Publicaciones

M^a PILAR LÓPEZ ISARRÍA

Edita

Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28; 28013 Madrid

Realización

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.
Formación, 16 - Pol. Ind. Los Olivos
28906 Getafe (Madrid)

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-I 1993
ISSN: 2254-3430

SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN	V
----------------------	---

EL MARCO JURÍDICO

■ NATURALEZA Y FUNCIONES DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	3
■ EL FUTURO DE LA REGULACIÓN EUROPEA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA. <i>Raúl Saugar Álvarez</i>	27

LAS IMPLICACIONES ECONÓMICAS

■ LOS LÍMITES DEL <i>RATING</i> . <i>José Antonio Trujillo del Valle</i>	41
■ CALIFICACIÓN CREDITICIA, TITULIZACIÓN Y CRISIS FINANCIERA: EVIDENCIA PARA ESPAÑA. <i>Santiago Carbó Valverde, David Marqués-Ibáñez y Francisco Rodríguez Fernández</i>	53
■ REGULACIÓN RECIENTE DE LAS AGENCIAS DE <i>RATING</i> . <i>Ramiro Losada López</i>	61
■ EL <i>RATING</i> DE LAS FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE ESTOS PRODUCTOS POR PARTE DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN. <i>Miguel Córdoba Bueno</i>	79

EL MODUS OPERANDI DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

■ <i>RATINGS</i> DE CRÉDITO. <i>Alex Griffiths</i>	101
■ EL PAPEL DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO. <i>Juan Pablo Soriano</i>	109

DOCUMENTACIÓN

■ REGLAMENTO (CE) N.º 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 16 DE SEPTIEMBRE DE 2009, SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (CORRECCIÓN DE ERRORES: DOUE L 350/59 DE 29/12/2009). MODIFICADO POR EL REGLAMENTO (UE) N.º 513/2011, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 11 DE MAYO DE 2011	117
--	-----

Introducción

Las agencias de calificación crediticia (agencias de *rating*) vienen ocupando la atención pública en los últimos meses como consecuencia de la valoración que realizan, especialmente, en relación con la deuda pública de los países que se han visto afectados de manera más aguda por la crisis de la deuda soberana. Parece, pues, que es el momento adecuado para tratar de difundir información sobre estas entidades, una vez que se tiene una cierta perspectiva tras cinco años de crisis. Para ello, se ha contado con un selecto grupo de especialistas que abordan el conjunto de cuestiones relacionadas con las agencias de *rating* que parecen de mayor significación.

Los dos primeros artículos se ocupan de los aspectos jurídicos. El primero, del profesor **Alberto Javier Tapia Hermida**, de la Universidad Complutense de Madrid, se ocupa de exponer el régimen jurídico de las agencias de *rating* a la luz del Derecho comunitario, del Derecho interno y de las normas que se han generado en el seno de las instituciones internacionales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores Mobiliarios. La peculiaridad de estas instituciones viene marcada por el doble carácter de su actividad, privada y pública, por la peculiar situación oligopolística que ocupan en el sistema financiero y por la complejidad de diseñar un sistema eficaz de responsabilidad por el ejercicio de sus funciones.

Raul Saugar Álvarez, Subdirector General de Legislación y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad, ofrece información actualizada de los desarrollos legales en este contexto, exponiendo, en un detallado artículo, el contenido de la propuesta de reglamento recientemente presentada por la Comisión Europea, y que tendrá que ser debatida durante los próximos meses en el Consejo y en el Parlamento Europeo, mediante la cual se pretende dar solución a los problemas que la experiencia reciente ha puesto de manifiesto en relación con la actividad de las agencias de calificación.

Los cuatro artículos siguientes analizan los efectos económicos de las calificaciones crediticias. El profe-

sor **Trujillo del Valle** pone de manifiesto que la influencia de las agencias de calificación resulta desmedida y se ha convertido en un foco de inestabilidad para el sistema. Las razones que avalan esta afirmación se basan en las diferencias fundamentales de significado entre los *ratings* de las distintas agencias así como en que la evidencia empírica sobre la validez del *rating* como instrumento de ordenación de riesgos es muy escasa. De manera especial señala, por lo que respecta al *rating* de las deudas soberanas, que los recientes episodios de inestabilidad como consecuencia de cambios o de avisos de posibles cambios de *rating*, y no sólo en países en situación crítica, deberían ser razón suficiente para la eliminación de la mención de *ratings* en la regulación, punto en el que existe un alto grado de coincidencia con los demás autores que han participado en este número.

Por su parte, los profesores **Santiago Carbó y Francisco Rodríguez**, de la Universidad de Granada, junto con **David Marqués-Ibáñez**, del Banco Central Europeo, analizan los efectos de los *ratings* de las titulizaciones sobre el crédito, con especial atención al caso español. Los resultados de su investigación sugieren que la información que las agencias de *rating* pueden haber proporcionado a los inversores no refleja los posibles riesgos de solvencia a largo plazo de forma adecuada, y que por lo tanto, es preciso aumentar su eficiencia informativa.

Ramiro Losada, técnico del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pone el acento de su trabajo en la reputación de las agencias, como su principal activo, en cuanto constituyen un servicio que transmite información. Es, además, el condicionante fundamental de su carácter oligopolístico. La reputación sólo se consigue proporcionando información solvente durante un largo período de tiempo, y ello implica serias dificultades para el acceso al mercado de nuevas agencias. Por otra parte, la crisis de las hipotecas *subprime* puso en cuestión la calidad de las calificaciones, lo que ha suscitado la preocupación de las autoridades, tanto

europas como norteamericanas, por tratar de buscar nuevas soluciones a estos problemas. Por último, se plantea el debate, actualmente en curso, sobre la conveniencia de reducir la presencia de los *ratings* en la regulación europea. Señala el autor que el descenso en el uso de los *ratings* en la regulación financiera podría tener como resultado un aumento en la calidad de los *ratings* al reforzar los incentivos de las agencias a mantener su reputación.

El profesor **Miguel Córdoba Bueno** aborda el complejo tema de la calificación crediticia de las financiaciones estructuradas. Que la crisis financiera se ha suscitado en gran medida por el abusivo uso de financiaciones estructuradas, en cuya base se encontraban activos más que dudosos, es una afirmación contrastada. Su utilización parecía justificada por una alta rentabilidad que pudiera compensar el riesgo de impagos de un cierto porcentaje de estos productos, pero, como argumenta Córdoba, las calificaciones otorgadas a las financiaciones estructuradas no parecieron ser las adecuadas.

El número se cierra con una explicación de los métodos y procedimientos que siguen las agencias. Dos de las principales agencias de *rating*, Fitch Rating y Moody's, han tenido la gentileza de colaborar en la preparación de este número de *Perspectivas del Sistema Financiero*. Tanto **Alex Griffiths** (de Fitch Rating) como **Juan Pablo Soriano** (de Moody's España) brindan amplia información sobre un tema básico para entender la importante función de estas instituciones. Los dos autores exponen sus procedimientos para elaborar las calificaciones crediticias, mostrando cómo forman su opinión las agencias sobre la capacidad de los calificados para cumplir sus compromisos financieros, tanto en relación con el pago de intereses como respecto a la devolución del capital o el cumplimiento de obligaciones con contrapartes.

Finalmente, como documento, se incluye el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, con las modificaciones introducidas por el Reglamento (UE) n° 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011.



EL MARCO JURÍDICO

Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia (*)

Alberto Javier Tapia Hermida

I. INTRODUCCIÓN

La atención de los legisladores, de la doctrina científica y del público en general hacia las agencias de calificación crediticia (ACC) o agencias de *rating* (1) se ha disparado desde el verano del año 2007, cuando se constató su papel protagonista en el origen y el desarrollo de la crisis financiera global en la que, desde entonces, viven sumidos los mercados financieros de los países desarrollados. En efecto, aun cuando la función de estas ACC ya se había cuestionado en las crisis precedentes —cuando, por ejemplo, calificaron como riesgo intermedio el derivado de los bonos emitidos por Enron hasta días antes de su suspensión de pagos (2)—, es desde 2007 cuando sus calificaciones benévolas de emisores privados que devinieron insolventes, primero, y las rebajas de las calificaciones del riesgo de crédito de los valores emitidos por estados y entes públicos territoriales, después, han demostrado tener un efecto decisivo en los mercados de valores (3).

Ahora, cuatro años más tarde, en el verano de 2011, se ha desatado una «tormenta perfecta» en los mercados financieros europeos y norteamericano, que vuelve a mostrar el papel trascendental que estas ACC desarrollan (4). En efecto, la rebaja de las calificaciones tanto de diversos estados comunitarios (5) —en nuestro caso, en particular, de varias comunidades autónomas— como de los EE. UU. (6) por parte de las ACC significativas ha tenido efectos trascendentales no sólo en el plano económico, sino también en el político (7) y ha provocado distintas reacciones de los poderes públicos afectados que han ido desde el posible establecimiento de una ACC pública en Europa (8), para romper el oligopolio de las tres grandes ACC hasta el endurecimiento de la disciplina de estas ACC a uno y otro lado del Atlántico (9).

Este papel destacadísimo de las ACC en los mercados financieros ha exigido el establecimiento o la adap-

tación de su regulación (10), de tal modo que se dictaron normas, tanto a escala global —en el seno de la OICVM/IOSCO, con el Informe y los Principios de 2003 y el Código de Conducta de 2004, revisado en 2008— como a escala regional, con la Ley estadounidense de 2006 y su revisión por la «Ley de Responsabilidad y Transparencia de las Agencias de Calificación Crediticia de 2009» (11) y, sobre todo, en lo que a nuestro interés regulatorio afecta, con el Reglamento (CE) n° 1060/2009, modificado por el Reglamento (UE) n° 513/2011, y con nuestra Ley 15/2011, de 16 de junio (12).

En este estudio inicial del número que dedica FUNCAS a las ACC nos ocuparemos, primero, de la naturaleza de éstas, examinando su noción, sus tipos y los requisitos estructurales y funcionales que deben cumplir; después analizaremos sus funciones, centradas en la emisión de calificaciones crediticias, y su modelo de competencia reputacional, y acabaremos evaluando la responsabilidad civil y administrativa que puede derivar del desarrollo defectuoso de aquellas funciones.

II. NATURALEZA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. Noción de agencia de calificación crediticia

En el ámbito global, el Código de la OICV/IOSCO define a las ACC como entidades cuya actividad consiste en la emisión de calificaciones con vistas a la evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores representativos de deuda o de dichos valores (13), o compañías que asignan calificaciones crediticias a emisores y a ciertos tipos de emisiones de deuda, incluyendo, por ejemplo, préstamos, valores de deuda cotizados y no cotizados y acciones preferentes (14).

En el ámbito europeo, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 dice que la «agencia de calificación crediticia»

es «una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional», y define la calificación crediticia como «un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación» (art. 3.1.a) y b). Además, hay que tener en cuenta que, en el Derecho bancario comunitario, se utiliza el concepto de «Instituciones Externas de Evaluación del Crédito» (*External Credit Assessment Institutions*, ECAI) que, siendo sustancialmente análogo al de las ACC, no debe ser identificado con aquéllas por las diversas consecuencias jurídicas que comporta. En todo caso, el registro de una ACC conforme al Reglamento (CE) n° 1060/2009 es condición previa para ser reconocida como Institución Externa de Evaluación del Crédito (15).

Procede añadir que el Reglamento (CE) n° 1060/2009 define el «grupo de agencias de calificación crediticia» como «un grupo de empresas establecido en la Comunidad integrado por una empresa matriz y sus filiales según lo previsto en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, así como las empresas vinculadas entre sí según lo contemplado en el artículo 12, apartado 1, de la Directiva 83/349/CEE, y cuya ocupación incluya emitir calificaciones crediticias» (art. 3.1.m). Esta definición añade que el grupo de agencias de calificación crediticia incluirá también las agencias de calificación crediticia establecidas en terceros países a los efectos del refrendo por una ACC comunitaria de las calificaciones crediticias emitidas por ACC extracomunitarias (art. 4.3.a).

2. Tipos de agencias de calificación crediticia

2.1. Clasificación según el ámbito material de su actividad: agencias unifuncionales y plurifuncionales

Pueden distinguirse las ACC que ofrecen servicios complementarios a la calificación crediticia estrictamente considerada, por ejemplo, la calificación de riesgos ante escenarios hipotéticos que presenten determinados emisores o la gestión y consultoría de riesgos de instituciones financieras, y aquellas otras que se dedican, únicamente, a la calificación crediticia. A su vez, hay ACC dedicadas a la actividad de calificación crediticia general y las hay especializadas en calificar los riesgos específicos de determinadas regiones (ACC locales que evalúan el riesgo-país de tipo político o de tipo de cambio) o industrias (por ejemplo, en seguros).

A estos efectos, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 establece, entre los requisitos operativos establecidos para garantizar la independencia y la inexistencia de conflictos de intereses en el seno de las ACC, la exigencia de que no presten a las entidades calificadas o a terceros con ellas vinculados servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a su estructura social o jurídica, su activo, su pasivo o sus actividades. Sin perjuicio de esta prohibición específica, se permite que, en general, estas ACC presten los denominados «servicios auxiliares», que en ningún caso deben entrar en conflicto de intereses con la actividad de calificación crediticia (16).

2.2. Clasificación según el ámbito geográfico de su actividad y su tamaño: agencias globales y locales

Se distinguen las tres grandes ACC globales (Moody's, Standard & Poors y Fitch), que actúan internacionalmente, con publicación, a menudo gratuita, de sus calificaciones, de las pequeñas ACC locales que suelen actuar en escenarios regionales y sobre la base de sistemas de suscripción remunerada a sus calificaciones. A su vez, las ACC globales, domiciliadas en los EE.UU., operan a menudo a través de ACC locales que bien pueden ser sociedades filiales y, por lo tanto, pertenecer al mismo grupo, o bien pueden ser sociedades autónomas afiliadas a las primeras.

3. Requisitos estructurales y funcionales que deben cumplir las agencias de calificación crediticia

3.1. Requisitos estructurales

Las ACC deben cumplir una serie de requisitos estructurales (17) que afectan a: a) Su estructura jurídica, en concreto a su forma de persona jurídica, su domicilio, denominación, objeto social exclusivo o preferente, medidas de separación informativa interna, medidas de gobierno corporativo, medidas de organización del trabajo que afectan a sus empleados y, en particular, a los analistas y los procedimientos de control interno. b) Su estructura financiera, en particular a sus garantías financieras y participaciones relevantes. c) Su estructura técnica, exigiendo que cuenten con una infraestructura suficiente de medios materiales y humanos, una capacidad de análisis y una metodología adecuada.

3.2. Requisitos funcionales

Las ACC deben cumplir también unos requisitos funcionales (18) que se refieren a: a) Sus aspectos jurídicos

dicos, tales como su independencia, la prevención y gestión eficiente de los conflictos de intereses (19), y su especialización en la actividad calificadora y separación de actividades accesorias. b) Sus aspectos financieros, tales como su solvencia, la diversificación de sus fuentes de remuneración y el control de las vinculaciones financieras entre las ACC y los emisores calificados (20). c) Sus aspectos técnicos referidos a la diligencia profesional que les resulta exigible, una metodología de calificación consistente, la continuidad de las calificaciones (21), la transparencia de las propias ACC, de sus métodos y de sus calificaciones (22) y la salvaguarda de la información confidencial.

III. FUNCIONES DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. Noción de calificación crediticia

1.1. *Noción sustancial: la calificación crediticia como opinión*

En el Derecho comunitario europeo, el art. 3.1.a del Reglamento (CE) 1060/2009 define la «calificación crediticia» como «un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación»; y el art. 3.1.h define la «categoría de calificación» como «un símbolo, como por ejemplo una letra o número, que puede ir acompañado de caracteres identificativos añadidos, utilizado en calificación crediticia para proporcionar una medida relativa del riesgo a fin de distinguir las diferentes características de riesgo de los tipos de entidades, emisores e instrumentos financieros u otros activos calificados».

El Código de la OICV/IOSCO, en su versión revisada de mayo de 2008, define la calificación crediticia (*credit rating*) como «una opinión relativa a la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, un valor de deuda o análogo o un emisor de tales obligaciones, expresada mediante el uso de un sistema de clasificación establecido y definido» o, en términos más sencillos, una manifestación de la probabilidad de que un emisor afronte puntualmente los pagos derivados de una obligación financiera (23).

Las principales ACC definen las calificaciones crediticias, en general, como «opiniones sobre la capacidad relativa de una entidad o de un valor emitido de lograr sus objetivos financieros tales como intereses, dividendos preferentes o restitución del principal» y, en par-

ticular, dicen que son «opiniones sobre la solvencia futura», pero que «no proporcionan una garantía de la evolución futura de la entidad o del instrumento calificado» y que la evolución de las calificaciones debe ser contrastada en la medida en que respondan a las metodologías, políticas o procedimientos establecidos por la ACC que las emite (24).

1.2. *Noción procedimental: la calificación crediticia como proceso*

La calificación crediticia se puede entender también como un proceso de acopio y evaluación de información realizada por los analistas de las ACC, que establecen contacto con los emisores de los valores calificados a través de sus administradores y directivos —o de los funcionarios correspondientes, si se trata de calificar el riesgo de los valores emitidos por una entidad pública— y preparan un borrador de informe sobre el emisor o los valores, que someten a un consejo de calificación que, finalmente, asigna la calificación. Esta calificación final suele venir precedida por la comunicación al emisor de la propuesta de calificación, pudiendo este emisor discrepar de y presentar al consejo de calificación nuevas informaciones o valoraciones significativas que muestren lo incorrecto de la misma. El proceso suele acabar con un comunicado de prensa sobre la calificación finalmente asignada. En todo caso, este proceso suele prolongarse mediante un seguimiento periódico de la calificación asignada, que incluye reuniones con los administradores y directivos del emisor calificado. El código de la OICV aconseja seguir un procedimiento análogo al descrito.

1.3. *Noción funcional: la calificación crediticia como relación jurídica*

En tercer lugar, la calificación crediticia se presenta como una relación entre dos entidades que crea derechos y obligaciones recíprocas a cargo de cada una de ellas: Por una parte, la ACC, cuya obligación esencial consiste en realizar la calificación de forma diligente y conforme a la metodología que tenga establecida. El derecho esencial correlativo consiste en cobrar la remuneración pactada. Por otro lado, la entidad calificada, que se define por el art. 3.1.f) del Reglamento (CE) n° 1060/2009 como «una persona jurídica cuya solvencia se califica, explícita o implícitamente, a través de la calificación crediticia, con independencia de que haya solicitado o no dicha calificación y de que haya facilitado información para la misma». La obligación esencial de la entidad calificada consiste en pagar a la ACC la remuneración pactada, y su derecho correlativo consiste en recibir de la ACC su calificación o la del valor o instrumento financiero emitido.

2. Tipos de calificaciones crediticias

2.1. *Clasificación según su objeto: calificaciones de emisores, públicos y privados, y de instrumentos financieros de renta fija y de renta variable*

En primer lugar, las calificaciones pueden referirse a emisores de instrumentos financieros privados o públicos, de carácter territorial o institucional. En cada caso, se plantea el riesgo de nacimiento de conflictos de intereses de diverso tipo. Así, los conflictos de intereses típicos de la calificación de emisores privados, que ponen en riesgo la independencia de las calificaciones, nacen del pago de los servicios de calificación por parte de estos emisores calificados. Mientras que, en el caso de las calificaciones de emisores públicos, al riesgo anterior respecto de la objetividad de las calificaciones habrá que añadir el que nace del *imperium* que pueden tener los estados emisores de la deuda pública calificada sobre las ACC a resultas de las funciones públicas de supervisión de aquéllas.

En segundo lugar, cabe distinguir entre calificaciones de instrumentos financieros que son valores negociables y de otros tipos de instrumentos financieros. A su vez, entre los instrumentos financieros que son valores negociables podemos distinguir entre calificaciones de valores representativos de deuda o de renta fija, que son los objetos primigenios de calificación del riesgo de crédito que se impone, en algunos países, de forma obligatoria, y de valores de renta variable o acciones, a los que se ha extendido la actividad de calificación del riesgo de solvencia del emisor en sentido amplio y, generalmente, voluntario. Por otra parte, la crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto que los presupuestos y las consecuencias de la calificación crediticia de instrumentos financieros varían sustancialmente según se trate de instrumentos financieros simples o tradicionales (obligaciones o bonos corporativos) o de instrumentos financieros complejos o estructurados, y que las calificaciones erróneas de estos últimos han determinado, en gran medida, el origen de la crisis financiera global.

Por lo anterior, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 hace una distinción entre dos tipos de instrumentos financieros que será relevante a los efectos de imponer a las ACC determinados requisitos estructurales o funcionales. Así, diferencia entre «instrumentos financieros», que define como «los instrumentos enumerados en el anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE (...)» (art. 3.1.k); e «instrumento de financiación estructurada», que define como «un instrumento resultante de una operación o mecanismo de titulización según se contempla en el artículo 4, punto 36, de la Directiva 2006/48/CE» (art. 3.1.l). Según decimos, la calificación de instrumentos de financiación estructurada impone ciertos requisitos especiales a las ACC en relación con los requisi-

tos operativos que deben cumplir (véase apartado 5 del Anexo I.B) y la divulgación y presentación de tales calificaciones (véase art. 10.3).

2.2. *Clasificación según sus efectos: calificaciones obligatorias y voluntarias*

Atendiendo a los efectos de la calificación, se puede distinguir entre calificaciones obligatorias, que vienen impuestas por la ley —generalmente, para valores representativos de deuda o de procesos de titulización de activos— o por pactos contractuales, y calificaciones voluntarias, que suelen realizarse a iniciativa de los emisores de acciones y otros valores de renta variable. En el primer sentido, la obligación puede recaer sobre un emisor o sobre un inversor institucional. En efecto:

a) Los emisores pueden venir obligados a someter determinados valores a calificación bien por normas legales (por ejemplo, suele exigirse la calificación de los bonos de titulización) o bien por contratos privados (por ejemplo, un inversor institucional puede exigir la calificación como requisito previo para adquirir valores en un proceso de oferta pública). El Reglamento (CE) n° 1060/2009, aun cuando no establece un deber general de los emisores y oferentes de instrumentos financieros de someterlos a calificación crediticia por parte de las ACC registradas, sí obliga a los emisores, oferentes o personas, cuando soliciten la admisión a negociación de determinados instrumentos financieros e incluyan en el folleto respectivo una referencia a su calificación, a ser transparentes en cuanto a la procedencia y al alcance de aquélla (25).

b) En cuanto a los inversores institucionales, la obligación de adquirir instrumentos financieros que estén calificados, y gocen además de un determinado grado de calidad en su calificación, viene impuesta por las normas que determinan los parámetros que deben informar la composición de su cartera. El Reglamento (CE) n° 1060/2009 ordena el estatuto de las ACC partiendo precisamente de la obligatoriedad del uso de calificaciones crediticias emitidas por ACC registradas por parte de determinadas entidades financieras, reguladas de modo tal que estas entidades únicamente pueden utilizar, con fines reglamentarios —esto es, para evaluar su solvencia o la adecuación de sus inversiones— aquel tipo de calificaciones homologadas por proceder de ACC registradas. Así, el párrafo primero del apartado 1 del art. 4 establece que las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los OICVM, los fondos de pensiones de empleo y los fondos de inversión alternativa sólo podrán utilizar con fines reglamentarios calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad y registradas de conformidad con el Reglamento.

2.3. *Clasificación según las relaciones entre los emisores y las ACC: calificaciones solicitadas y no solicitadas, participadas y no participadas*

Podemos distinguir, en primer lugar, entre calificaciones solicitadas por el emisor, que constituyen la hipótesis normal, y calificaciones no solicitadas por el emisor, que se caracterizan porque el emisor no las ha solicitado, sino que surgen por iniciativa de una agencia de calificación crediticia.

En segundo lugar, podemos distinguir entre calificaciones participadas por el emisor, que son la regla general, y calificaciones no participadas por el emisor, que se definen, por algunas ACC en sus códigos de conducta, como aquellas en las que éste no ha participado en el proceso de calificación de los últimos 12 meses y ha declinado la invitación de la agencia de calificación a participar en dicho proceso (26).

Mientras que las calificaciones solicitadas deben ser, además, participadas por el emisor que las solicita, no sucede lo mismo con las calificaciones no solicitadas, porque, a pesar de nacer de la iniciativa de la ACC o de un inversor, y no de la entidad calificada, este última puede decidir participar en la calificación proporcionando a la ACC la información que sea precisa y contrastando con aquella el resultado de la calificación provisional que se le asigne. Por lo tanto, las calificaciones no solicitadas pueden ser participadas o no participadas, según se deduce del artículo 10.5 del Reglamento comunitario.

Las calificaciones no solicitadas y no participadas por el emisor pueden surgir de la iniciativa de la propia ACC, como método para crear una reputación que le permita acceder en el futuro al mercado de calificación, o de un inversor determinado que lo solicite —por ejemplo, un fondo de inversión o un fondo de pensiones. Este tipo de calificaciones plantean problemas delicados tanto en su fase de elaboración, por las carencias de información debidas a la ausencia de contacto entre la ACC y el emisor de los instrumentos financieros calificados, como en su fase de publicación, por los efectos dañinos que pueden tener sobre la reputación del emisor involuntariamente calificado. Es más, pueden convertirse en instrumentos de «chantaje» encubierto para obligar al emisor a solicitar a la ACC su calificación, en esa ocasión o en lo sucesivo, al objeto de evitar calificaciones «erróneas» por falta de información y de interlocución entre la ACC y el emisor (27).

En el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) nº 1060/2009 establece condiciones especiales de divulgación y presentación, por parte de las ACC, de las calificaciones crediticias no solicitadas, de tal manera que, en general, deberán divulgar su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto, y tales calificaciones crediticias no

solicitadas se identificarán a través de una categoría de calificación distinta. En particular, cuando una ACC emita una calificación crediticia no solicitada, indicará en ella de forma destacada «si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación, y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o el tercero vinculado» (art. 10.4 y 5).

El sistema ECAI establece la regla general de que las entidades de crédito utilizarán las calificaciones crediticias que hayan solicitado, si bien contempla el posible uso excepcional de calificaciones no solicitadas. En este sentido, la Directiva 2006/48/CE señala que «las entidades de crédito utilizarán las calificaciones de crédito que hayan solicitado. No obstante, y con la autorización de la autoridad competente interesada, podrán utilizar calificaciones no solicitadas» (art. 83.2), y la Circular 3/2008, del Banco de España adapta al mandato comunitario diciendo: «Con carácter general, las entidades de crédito sólo podrán utilizar calificaciones crediticias solicitadas a instancias de cualquier persona o entidad. No obstante, el Banco de España podrá autorizar el uso de calificaciones crediticias no solicitadas atendiendo a las características de las exposiciones en las que pretendan utilizarse» (Norma 21ª. 1.2).

El Código de la OICV/IOSCO, en su versión revisada de mayo de 2008, recomienda la máxima transparencia al respecto y, en concreto, la medida 3.9 establece: «Para cada calificación, la ACC debería manifestar si el emisor ha participado en el proceso de calificación. Cada calificación no iniciada como consecuencia de una solicitud del emisor debería ser identificada como tal. Una ACC debería manifestar sus políticas y procedimientos relativos a calificaciones no solicitadas».

3. Características de la calificación crediticia

3.1. *Actividad doble: privada y pública*

La calificación crediticia en el mercado de instrumentos financieros es una actividad privada si atendemos a los sujetos que califican, las ACC, y es una actividad mixta —privada y pública— si atendemos a los sujetos calificados, porque puede recaer tanto sobre emisores u originadores privados de aquellos instrumentos, que adoptan generalmente la forma de sociedades de capital, como sobre emisores públicos de valores, que pueden ser los propios estados o corporaciones o sociedades estatales, territoriales o institucionales.

También puede ser calificada de múltiple la calificación crediticia si atendemos a los valores calificados porque, aun cuando dicha calificación crediticia —especialmente de los valores crediticios— se refiere principalmente a las obligaciones y otros valores análogos de

renta fija, se va extendiendo, en sentido amplio, a todo tipo de valores e instrumentos financieros simples (por ejemplo, de renta variable) o estructurados.

3.2. *La calidad, vigencia e integridad de las calificaciones crediticias*

El máximo grado de consenso internacional sobre las características que debe presentar la calificación crediticia se deduce de los principios y medidas del Código de la OICV, que se refiere a tres rasgos que debe presentar el proceso de calificación: la calidad, la vigencia, y la integridad; y a otras dos notas que deben adornar las calificaciones: la transparencia y la oportunidad. Además, de sus medidas cabe deducir que la calificación crediticia debe ser: completa, porque ha de reflejar toda la información relevante que sea conocida por la ACC (medida 1.1), e incondicionada, porque, por un lado, debe estar influida, únicamente, por factores relevantes para la determinación del riesgo crediticio (medida 2.3) y, por otro lado, no debe tener en cuenta los efectos colaterales —económicos, políticos o de otro tipo— que pueda ocasionar (medida 2.1).

En nuestro Derecho, la Ley 15/2011 modificó el artículo 6.2 de la Ley 13/1985 y el art. 70.2 de la LMV para establecer que las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, respectivamente, podían utilizar las calificaciones emitidas por ACC reconocidas bien por el Banco de España o bien por la CNMV de acuerdo con criterios que valoraran la objetividad, la independencia, la transparencia, la continua revisión de la metodología, la credibilidad y la aceptación en el mercado de sus calificaciones.

En resumen, la calidad se presenta como la característica que sintetiza todas las virtudes que deben reunir las calificaciones crediticias, hasta el punto de que el art. 1 del Reglamento (CE) n° 1060/2009 identifica como objetivo de éste el establecimiento de «un planteamiento regulador común para mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la fiabilidad de las actividades de calificación, contribuyendo así a la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad y, por ende, al correcto funcionamiento del mercado interior, y alcanzando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores (...)».

4. Efectos de las calificaciones crediticias sobre sus usuarios

4.1. *Tipos de usuarios de las calificaciones crediticias: usuarios públicos y privados*

Los usuarios típicos de las calificaciones crediticias pueden ser agrupados en dos grandes categorías: en

primer lugar, usuarios privados, que pueden utilizarlas para evaluar los instrumentos financieros que emiten (en el caso de los emisores), adecuar sus carteras de inversión (en el caso de los inversores institucionales), o determinar su solvencia (en el caso de los intermediarios financieros); en segundo término, usuarios públicos, que pueden utilizarlas bien para evaluar los valores e instrumentos financieros que emiten cuando actúan como emisores, o bien para determinar la solvencia de los intermediarios financieros regulados cuando actúan como supervisores.

Cada tipo de usuario de las calificaciones crediticias tiene sus propios incentivos para pagar —directa o indirectamente— a las ACC por su labor de calificación. Aun cuando los compradores directos de las calificaciones suelen ser, en el momento presente, los emisores u originadores de los valores o instrumentos financieros estructurados que son objeto de calificación, es evidente que, dado que estas calificaciones les permiten pagar menores intereses a los inversores que adquieren aquellos valores, éstos sufragar en parte el coste de las calificaciones (28).

Asimismo, la multiplicidad de usuarios de las calificaciones crediticias conduce a examinar la multiplicidad de valores que ofrecen éstas para los diferentes usuarios y, así, se habla de su valor informativo, en el sentido de que reducen la asimetría informativa endémica del mercado de instrumentos financieros; de su valor contractual, porque juegan un papel esencial en la preparación de operaciones de titulización y otros vehículos de financiación estructurada, y de su valor regulatorio, porque tanto en los EE.UU. como en la UE las regulaciones bancarias y del mercado de valores contienen referencias crecientes a las calificaciones crediticias.

Al hilo de las consideraciones precedentes, conviene recordar que las calificaciones crediticias de determinados emisores pueden tener efectos expansivos sobre todo el mercado. En particular, la rebaja de la calificación crediticia de los estados suele causar efectos en cadena, tanto sobre los valores de deuda pública que emiten tales estados como sobre los índices de cotización de sus bolsas de valores privados.

Conviene terminar este epígrafe destacando que, desde el punto de vista regulatorio, sin perjuicio de los efectos generalizados sobre el mercado financiero y, por ende, sobre los distintos usuarios, la protección de los inversores es el objetivo preferente de la regulación comunitaria de las ACC y, así, el Reglamento (CE) 1066/2009 señala, en su art. 1, que el objetivo inmediato de sus normas consiste en «contribuir a la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad» para lograr «un elevado nivel de protección de los inversores».

4.2. Los principios generales de indiferencia de impacto y de aceptación general

Estos dos principios generales relacionados con la eficacia de las calificaciones crediticias son, en cierta medida, paradójicos, porque, por una parte, las ACC deben realizar su actividad de calificación sin estar condicionadas por los efectos que puedan causar tales calificaciones sobre los sujetos implicados; pero, por otra parte, la aceptación generalizada de las calificaciones de una ACC por parte de los usuarios resulta relevante para su homologación oficial. Veamos cada uno de estos principios.

El primero de los dos principios generales es el que podemos denominar «principio de indiferencia del impacto de las calificaciones», en un doble sentido: tanto porque las ACC no deben «dejar de realizar una actuación de calificación en base al efecto potencial (económico, político o de otro tipo) de dicha actuación sobre la propia agencia, un emisor, un inversor y otro participante del mercado» (29), como porque, una vez en el proceso de calificación, las ACC no deben condicionar el contenido de sus calificaciones al impacto que éstas puedan tener sobre el mercado.

El segundo de los principios generales hace referencia a la importancia que tiene el juicio de los usuarios para el reconocimiento de las ACC. En este sentido, procede recordar que, en el Derecho comunitario, y más en concreto dentro del sistema de reconocimiento de las ECAI, una de las condiciones para que las autoridades bancarias competentes reconozcan a una ACC como ECAI es la credibilidad y la aceptación en el mercado de sus calificaciones de crédito individuales, de tal manera que aquellas autoridades comprobarán que las calificaciones de crédito individuales realizadas por las ECAI gocen de reconocimiento en el mercado y se consideran creíbles y fiables entre sus usuarios, valorando esa credibilidad en función de factores tales como la cuota de mercado, los ingresos generados, los recursos financieros de la ECAI, la existencia de una valoración basada en la calificación, y que al menos dos bancos utilicen la evaluación crediticia individual de ECAI para la emisión de bonos o la evaluación de riesgos crediticios (30). En este aspecto, el Derecho español está armonizado a esta exigencia mediante la Circular 3/2008, del Banco de España, que, en su Norma 19ª, incorpora tales factores para evaluar la «credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones crediticias» realizadas por las ECAI. En este mismo sentido, recordemos que la Ley 15/2011 modificó el art. 6.2 de la Ley 13/1985 y el art. 70.2 de la LMV para establecer que las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, respectivamente, podían utilizar las calificaciones emitidas por ACC reconocidas bien por el Banco de España o bien por la CNMV de acuerdo, entre otros criterios, con el de aceptación en el mercado de sus calificaciones.

4.3. Efectos sobre los emisores

En general, los emisores de instrumentos financieros son los principales beneficiarios de las calificaciones crediticias porque éstas les permiten reducir el coste de financiación, ya que los inversores, al contar con una garantía informativa adicional, tienden a reducir sus exigencias de rentabilidad. Esta ventaja que obtienen los emisores les lleva a asumir, por regla general, el pago de las calificaciones, y además conlleva una carga informativa respecto de las ACC, a las que deben desvelar cuanta información resulte precisa para que puedan realizar su calificación de forma adecuada. Estamos ante el que podríamos llamar efecto de los «vasos comunicantes» o de la «proporcionalidad inversa» entre el grado de las calificaciones de los instrumentos financieros de renta fija y el tipo de interés que deben ofrecer los emisores, porque cuanto menor sea el grado de la calificación obtenido por los valores emitidos, mayor deberá ser el tipo de interés que deben ofrecer los emisores para conseguir un determinado grado de colocación de aquellos instrumentos entre los inversores. No se trata de una regla exacta porque el nivel de impacto de un descenso de calificación del emisor, o del valor emitido, en forma de elevación del interés a pagar no será igual para todos los emisores, sino que dependerá de otros factores de percepción del riesgo por parte de los inversores, como la experiencia histórica, el grupo al que pertenezca el emisor, etcétera.

Un efecto particular consiste en la «eficacia contractual» de las calificaciones respecto de los emisores de instrumentos financieros, en el sentido del uso de las calificaciones como referencias de contratos de financiación suscritos por los emisores calificados con terceros (por ejemplo, exigiendo el mantenimiento de la calificación para la renovación de contratos de crédito o previendo que el descenso de dicha calificación autorice al prestamista a resolver anticipadamente el contrato).

Otro aspecto básico de los efectos de las calificaciones sobre los emisores es el de la conveniencia de imponer la rotación de las ACC, a imagen de los auditores, para evitar que su relación continuada con un determinado emisor vaya en detrimento de su independencia y de la objetividad de sus calificaciones. Aquí se enfrentan claramente los intereses objetivos de las grandes ACC por evitar la rotación obligatoria, para preservar la situación de oligopolio, y los de las pequeñas ACC para alcanzar, vía rotación obligatoria, un acceso al mercado de calificaciones. En este sentido, vemos cómo, en el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) n.º 1066/2009 no establece un mecanismo de rotación para las ACC, sino que lo limita a los analistas y las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias, porque se considera que el mantenimiento de relaciones prolongadas con las entidades calificadas o terceros vinculados puede ir en detrimento de la inde-

pendencia de aquellos analistas y de las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias (31). Por ello, se impone a las ACC el deber de velar por que sus analistas y las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias no tomen parte en la prestación de servicios de calificación crediticia a la misma entidad calificada, o terceros vinculados, durante plazos que difieren según se trate de los analistas de calificaciones principales (4 años), de los analistas de calificaciones (5 años) o de las personas que aprueban las calificaciones (7 años), con la consiguiente obligación de establecer un mecanismo de rotación con respecto a dichos analistas y personas (32). Para que este deber de rotación no se convierta en una barrera de entrada para nuevas ACC se permite que la autoridad competente del Estado miembro de origen exima de cumplirlo a las ACC, que cuenten con menos de cincuenta empleados y tomen medidas para garantizar la objetividad de los analistas en las relaciones con las entidades calificadas o terceros vinculados (art. 6.3).

4.4. *Efectos sobre los inversores*

Los inversores son los principales destinatarios de las calificaciones, si bien conviene distinguir los efectos diferenciados según se trate de inversores en valores de renta fija, que suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis, o inversores en valores de renta variable, que pueden utilizar las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes.

En particular, los inversores institucionales ocupan una posición preferente como usuarios de las calificaciones, porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen utilizar las calificaciones para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la utilidad de dichas calificaciones para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias. Lo anterior sugiere algunas reflexiones sobre los efectos que las calificaciones de riesgos tienen en el ahorro de costes de análisis de los inversores institucionales y, especialmente, en el incremento de la seguridad de sus decisiones de inversión, reduciendo en cierta medida la responsabilidad de sus gestores por dichas decisiones, con el riesgo de intentar desplazar parte de aquella responsabilidad hacia las ACC en cuyas opiniones se basaron.

4.5. *Efectos sobre los intermediarios en el mercado de instrumentos financieros*

Los intermediarios en el mercado de instrumentos financieros suelen utilizar las calificaciones de riesgos

tanto si actúan por cuenta ajena, para comprobar las recomendaciones de inversión que puedan efectuar a sus clientes, como si lo hacen por cuenta propia, para evaluar el riesgo que asumen en el caso de que aseguren la suscripción o colocación de una emisión de valores. En nuestro Derecho, la Ley 15/2011 modificó la Ley 13/1985, la Ley 19/1992, la LMV y la Ley 35/2003 para regular la utilización de las calificaciones emitidas por ACC por parte de las entidades de crédito, los fondos de titulización, las empresas de servicios de inversión y los depositarios de IIC, respectivamente.

4.6. *Efectos sobre los reguladores*

Conviene señalar que los estados pueden ser usuarios de las calificaciones de riesgo en una doble condición:

a) Como reguladores y supervisores que utilizan las calificaciones de riesgos para un número creciente de fines, tales como determinar la solvencia de los bancos y otras instituciones financieras, el cumplimiento de las normas de inversión por parte de los inversores institucionales o las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulización (33).

b) Como emisores. En este sentido, la actividad de calificación crediticia de los valores emitidos por los estados hace que las ACC mantengan una posición peculiarísima, porque aquellos estados, directamente o a través de autoridades de supervisión intermedias, supervisarán su actividad y, al mismo tiempo, serán calificados en su solvencia por las ACC que supervisan y que, por lo tanto, estarán sujetas al «vasallaje financiero» propio de las relaciones de supervisión especial. Por ello, resulta imprescindible establecer un estatuto armonizado internacionalmente de tales ACC, que garantice una implantación global de éstas para evitar que la objetividad y la independencia de sus calificaciones puedan sucumbir ante presiones directas o indirectas de los estados cuyos valores califican (34).

Por lo anterior, cuando tratamos de los estados y gobiernos como usuarios de las calificaciones crediticias que emiten las ACC, observamos un conflicto de intereses potencial de estas últimas cuando van a calificar los instrumentos financieros que emite un Estado que, al mismo tiempo, directamente o a través de entidades públicas más o menos independientes, tiene la competencia para autorizarlas o no, inscribirlas en el registro público o denegar tal inscripción, y supervisarlas.

Este conflicto de intereses potencial se pretende solventar por el Reglamento (CE) n° 1060/2009, que consagra la independencia de los estados y de las ACC en cuanto a las calificaciones emitidas por éstas últimas,

mediante la imposición de unas normas de conducta determinadas a los dos sujetos implicados, los estados y las ACC. En efecto:

1) A los estados se le exige que no interfieran en el contenido de las calificaciones crediticias ni en las metodologías que utilicen las ACC para emitirlas. Así, se establece que «en el desempeño de sus funciones de conformidad con el presente Reglamento, ni las autoridades competentes de los Estados miembros ni otras autoridades públicas de los Estados miembros interferirán en el contenido de las calificaciones crediticias ni en las metodologías» (art. 23.1). Esta exigencia de no interferencia de los estados en el contenido de las calificaciones crediticias se extiende a las ACC extracomunitarias, si desean que sus calificaciones sean admitidas en el ámbito comunitario (35).

2) A las ACC se les exige que no pretendan dar la impresión de que, por estar registradas y supervisadas por las autoridades públicas, estas últimas refrendan o aprueban las calificaciones crediticias que emiten. Así, se establece que deberán velar «por que no se utilice el nombre de ninguna autoridad competente de manera que indique o sugiera refrendo o aprobación por parte de dicha autoridad de las calificaciones crediticias o de cualesquiera actividades de calificación crediticia de la agencia de calificación crediticia» (art. 10.6).

4.7. Efectos sobre las entidades financieras

Ya hemos señalado que las entidades financieras son un grupo de usuarios principales de las calificaciones crediticias, en su condición de inversores institucionales. También dejamos dicho que las calificaciones crediticias tienen como uno de sus usos esenciales el de servir de parámetro para determinar el nivel de solvencia de las entidades financieras. Por último, hemos indicado también que el sistema de regulación de las ACC en la Unión Europea pivota sobre la idea del uso obligatorio por las entidades financieras autorizadas, con fines reglamentarios, de las calificaciones homologadas por estar emitidas por ACC registradas, como así se deduce tanto del art. 2.1 del Reglamento (CE) n° 1060/2009, que determina su ámbito de aplicación, como del art. 4, que se ocupa del uso obligatorio de tales calificaciones homologadas por determinadas entidades financieras.

Las entidades financieras que, en su condición de emisores o inversores institucionales, están obligadas a usar las calificaciones homologadas con fines reglamentarios son: a) en el mercado bancario, las entidades de crédito definidas en la Directiva 2006/48/CE; b) en el mercado de instrumentos financieros: las empresas de inversión, definidas en la Directiva 2004/39/CE, y los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), definidos en la Directiva 2009/65/CE, y c) en el mercado de seguros y de fondos de pensiones: las empresas de seguros, definidas en la Directiva 2009/138/CE, y los fondos de pensiones de empleo, definidos en la Directiva 2003/41/CE.

IV. LA COMPETENCIA ENTRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. La competencia basada en la reputación

1.1. Causas

La industria de la calificación crediticia reúne los rasgos propios de aquellos mercados en los que la reputación de los oferentes de los productos resulta esencial, porque las relaciones entre los productores (las ACC) y los consumidores (los emisores y los inversores) se prolongan en el tiempo, existe asimetría informativa y los consumidores no pueden verificar *ex ante* la calidad de los productos. En efecto, dado que la calidad de las calificaciones —en forma de acierto frente al riesgo de insolvencia— sólo puede comprobarse *ex post*, los inversores confían en las ACC con mayor implantación, que cobran precios crecientes, en función de su reputación, porque ésta última es la que permitirá reducir los costes de colocación de las emisiones de aquellos emisores que pagan sus calificaciones.

Esta competencia reputacional de las ACC se refuerza por el efecto combinado de dos fenómenos: por un lado, las regulaciones de determinados intermediarios financieros (como los bancos y las restantes entidades de crédito) o de algunos inversores institucionales (como los fondos de inversión o los fondos de pensiones) exigen o promueven la «compra» por estas entidades de instrumentos financieros calificados por ACC homologadas, y por otro lado, la homologación de estas ACC exige que acrediten una «buena reputación».

1.2. Efectos

La idea de que la competencia entre las ACC basada en su reputación garantiza la calidad de sus calificaciones depende de la capacidad de las ACC de cultivar una reputación de la alta calidad. Constatado lo anterior, la regulación de las ACC debe tomar en consideración este modelo de competencia reputacional, así como el hecho de que aquella regulación basada en la reputación parte de que el miedo a la pérdida de reputación proporciona los incentivos adecuados para lograr que las ACC produzcan calificaciones de alta calidad.

Por último, debe tenerse en cuenta que la reputación de una ACC, en forma de credibilidad de sus calificaciones ante los inversores, es materia extremadamente

sensible porque depende, al fin y al cabo, de las percepciones de aquéllos sobre la probabilidad de sucesos futuros e inciertos, como son las crisis de solvencia de los emisores calificados y de los valores que emiten. Y tales percepciones son cambiantes, de modo tal que la reputación es un activo difícil de conseguir, pero fácil de perder.

1.3. Límites

El primer límite es la denominada «dependencia regulatoria», que consiste en que, en la medida en que las calificaciones crediticias se incorporen como exigencias de la regulación pública para las inversiones de determinados inversores institucionales y de la determinación de la solvencia de algunos intermediarios financieros, y como cláusulas usuales en algunos contratos financieros (que determinan, por ejemplo, el vencimiento anticipado de créditos o préstamos bancarios en el caso de que la calificación crediticia de la entidad prestataria descienda de un determinado nivel), se genera una demanda artificial de calificaciones que no incentiva su calidad. Por ejemplo, un emisor puede solicitar una calificación porque los inversores necesitan que los valores emitidos estén calificados para cumplir sus exigencias regulatorias, y ello aun cuando ninguna de las partes confíe en que aquella calificación sea una previsión de alta calidad de la solvencia del emisor. De este modo, el miedo a la pérdida de reputación no evita que las ACC puedan emitir calificaciones de baja calidad.

El segundo límite reside en que la reputación, en la medida en que se asienta en gran parte en la experiencia de calificaciones previas de instrumentos financieros, no es capaz de garantizar la alta calidad de los productos financieros innovadores.

En conclusión, las principales anomalías que impiden que el mercado de las calificaciones crediticias sea eficiente consisten en la falta de competencia, la ausencia de transparencia y la existencia de conflictos de intereses sistémicos. Estas anomalías, actuando de forma aislada o combinada, hacen que los mecanismos de la reputación no operen de forma adecuada.

2. La situación de partida: causas de la competencia limitada en el mercado de calificaciones crediticias. En particular, el oligopolio existente y la voluntad de romperlo

Como en cualquier otro mercado, la competencia entre las ACC debe promoverse por los efectos benéficos que tendría, directamente, sobre los usuarios de aquellas calificaciones, en forma de ubicación de las tarifas de comisiones de calificación en su punto óptimo, e indirectamente, sobre los mercados financieros

en general y sobre el mercado de valores en particular, en forma de lucha por la excelencia de las calificaciones entre las agencias de calificación crediticia.

Sin embargo, existe un consenso internacional sobre el limitado grado de competencia que existe en el mercado de las calificaciones crediticias, debido al nivel de concentración de ACC operativas a escala global (que son Standard & Poor's, Moody's y Fitch) y a las fuertes barreras de entrada de nuevas ACC, que pueden ser de dos tipos: regulatorias, que nacen de las exigencias legales para que aquellas ACC sean autorizadas o registradas y de los costes fijos que implica su supervisión pública, y reputacionales, que proceden de la exigencia de los emisores e inversores de que las calificaciones sean emitidas por ACC con una reputación consolidada con el tiempo, de la que carecen las nuevas ACC.

Hasta las crisis financieras locales y global de 2007 se afirmaba que este oligopolio no parecía haber producido un aumento desmesurado del coste de las calificaciones, ni una reducción de su calidad, ni una concertación pacífica entre las tres grandes ACC en perjuicio de los intereses del mercado.

La evaluación anterior sobre la escasa lesividad del oligopolio de las ACC para el mercado financiero ya había empezado a cambiar a raíz del caso Enron, y después ha mutado definitivamente a resultados del examen del protagonismo, al menos parcial, que se atribuye a las ACC en la gestación de la crisis financiera iniciada en el verano del año 2007, en la que viven sumidos los mercados financieros internacionales, porque se ha visto que este protagonismo negativo ha procedido de la baja calidad de las calificaciones crediticias de las ACC en el sentido de que sus calificaciones no reflejaron inicialmente de forma adecuada los riesgos de los productos financieros complejos —en particular, al subestimar los riesgos de aquellos instrumentos financieros estructurados vinculados a hipotecas infragarantizadas—, y no se adaptaron rápidamente al deterioro de las condiciones de solvencia de los productos y de sus emisores. Y se ha considerado que la baja calidad de las calificaciones obedece a la falta de estímulo que tienen las ACC por competir en metodología eficiente dentro de un mercado oligopolístico (36).

La agravación de la crisis financiera en el verano de 2011, y la consiguiente rebaja de las calificaciones de los estados, ha intensificado las críticas al oligopolio y ha generado propuestas que no han llegado de germinar, como la creación de una ACC pública europea (37).

A lo anterior cabe añadir que la reducida lesividad que parecía tener la situación de oligopolio en el mercado internacional de calificaciones no obsta para que, en todo momento, e incluso antes de la crisis financiera global, haya existido un consenso internacional sobre

la necesidad de abrir el mercado de la calificación a nuevas ACC, tanto de tipo generalista como especializadas (38). Ello es así porque la falta de competencia en la industria de las ACC puede tener consecuencias negativas para el bienestar social tanto a corto plazo, ya que esa falta de competencia se traduce en que las ACC cargan precios por encima de los costes marginales, como a largo plazo, por la falta de incentivos a la innovación que aquella falta de competencia supone.

En conclusión, las limitaciones a la competencia en el mercado global de las calificaciones crediticias puede proceder bien de concentraciones de las ACC o bien de actuaciones restrictivas en dos momentos: en el acceso (barreras de acceso para eliminar las que sean ficticias e ineficientes) y en la permanencia (prácticas concertadas o abusivas). Por lo tanto, la ampliación de la competencia en la industria de la calificación crediticia puede venir por dos caminos: uno estructural, facilitando el acceso de nuevas ACC al mercado, y otro funcional, impidiendo que las ACC que operen en cada momento desarrollen prácticas concertadas o abusivas. En el primer sentido, existe una voluntad de facilitar el acceso de nuevas ACC al mercado comunitario de calificaciones crediticias, que se expresa cuando el Reglamento dice que «debe alentarse, asimismo, la aparición de nuevos participantes en el mercado de las ACCs», y se plasma en el deseo de que accedan a este mercado tanto filiales de las ACC ya establecidas a escala global como nuevas ACC, y por ello deben contemplarse posibles exenciones de barreras regulatorias tanto a unas como a otras, según veremos a continuación.

3. Competencia en el acceso al mercado de calificación: barreras regulatorias y de mercado

3.1. Barreras regulatorias

El sistema de control público de acceso al mercado de calificación, con exigencias de requisitos estructurales cuyo cumplimiento exige grandes inversiones iniciales, dificulta la entrada de nuevas ACC y potencia las barreras naturales que impone el mercado. Además, en determinados ámbitos, el reconocimiento u homologación de una ACC por parte de las autoridades públicas de supervisión toma en consideración, entre otros factores, la aceptación por los usuarios de las calificaciones crediticias que emita dicha ACC. Lo cual agrava las barreras regulatorias de acceso, porque aquella aceptación únicamente podrá ser acreditada por las ACC que estén implantadas sólidamente en el mercado con carácter previo.

En este sentido, se dice que la regulación aplicable a las ACC desincentiva la competencia en la industria de la calificación crediticia, empezando por el establecimiento de barreras de entrada. Ahora bien, observan-

do la realidad de los hechos, se añade que, mientras los emisores estén dispuestos a pagar por las calificaciones emitidas por las ACC y los inversores estén también dispuestos a aceptar intereses menores por los valores calificados, las ACC estarán haciendo bien su trabajo. Constatación que debe matizarse si recordamos que, en las crisis financieras, los inversores primero aceptaron la percepción de menores intereses basándose en calificaciones crediticias excelentes sobre determinados emisores procedentes de las ACC que llevaban a pensar que la insolvencia era, en la práctica, una quimera, y después vieron cómo el principal de aquellas inversiones se volatilizaba ante las quiebras de los emisores excelentemente calificados.

En relación con lo anterior, uno de los inconvenientes principales que se indicaron respecto del establecimiento de una legislación europea de las ACC fue precisamente el efecto restrictivo de la ya escasísima competencia en el sector, a resultas de la implantación de nuevas barreras regulatorias que impidieran la creación o el desarrollo de ACC pequeñas o medianas.

Las constataciones anteriores, aun siendo ciertas, no pueden llevar a concluir que la solución para garantizar la competencia perfecta —o, cuando menos, suficientemente eficiente— consiste en eliminar la regulación de las ACC, y en particular, no exigirles que cumplan determinados requisitos organizativos u operativos para poder actuar en el mercado. Porque si decidimos movernos en el mundo de las constataciones fácticas, una multitud de inversores en bonos de Enron o de Lehmann Brothers, o en bonos de titulización de hipotecas infragarantizadas, nos podrían acreditar que la ausencia de una regulación imperativa adecuada no lleva a la competencia entre las ACC que resulte eficiente para garantizar el valor superior de la protección de los inversores, protección que, recordémoslo, no es un problema de ética ni de estética, sino de eficiencia del mercado financiero.

Dicho lo anterior, podemos distinguir dos tipos de barreras regulatorias de acceso: por una parte, las derivadas de las condiciones estructurales y funcionales necesarias para obtener el registro de las ACC, y por otra, las que derivan de la exigencia de aceptación de las calificaciones de las ACC para su homologación o reconocimiento.

La consciencia del efecto restrictivo de la competencia que implican las barreras regulatorias de entrada debe llevar a adecuar los requisitos exigidos a las nuevas ACC. En este sentido, el deseo de mitigar los efectos de barreras de acceso que puedan tener los requisitos estructurales y funcionales lleva al Reglamento (CE) n° 1060/2009 a aplicar un principio de proporcionalidad de algunos de ellos al tamaño de las ACC, para evitar que se conviertan en barreras de entrada insalvables.

En el caso de las ACC con menos de cincuenta empleados, y que reúnan otras condiciones (39), las autoridades competentes les pueden eximir de contar con dos miembros independientes en sus consejos de administración o supervisión, de la función de cumplimiento, o del mecanismo de rotación de sus analistas o personas responsables de las calificaciones. Cuando se trate de un grupo de ACC, las autoridades competentes velarán por que al menos una de ellas no esté exenta del cumplimiento de los requisitos señalados (art. 6.3).

3.2. Barreras de mercado

Existe un consenso internacional sobre el hecho de que, aun cuando las barreras legales al acceso de nuevas ACC al mercado no son decisivas, existen obstáculos de mercado que dificultan aquel acceso, como, por ejemplo, el hecho de que tanto los emisores como los inversores quieran contar con calificaciones de ACC reputadas internacionalmente, cuyos servicios sean utilizados también por los estados cuando emiten deuda o por los reguladores financieros nacionales cuando evalúan la solvencia de los bancos o de los emisores en general (40). También se ha aludido a las barreras naturales resultantes de la acción combinada del dominio de unas pocas firmas y el hecho de que, por regla general, el mercado no requiere más de dos o tres calificaciones.

Vemos que se trata de barreras de entrada consustanciales al hecho de que la propia actividad de calificación se basa, esencialmente, en la credibilidad y reputación de las ACC que la realizan, y la adquisición de esa reputación exige un empleo intensivo y prolongado de medios personales y financieros (41).

4. Competencia durante la permanencia en el mercado de calificación

4.1. Conductas colusorias

Las ACC, como todas las empresas, están sometidas a las normas generales que, en cada una de las regiones en las que operen, persiguen preservar la competencia frente a conductas colusorias. De modo tal que, en el ámbito de la UE, están sometidas a las prohibiciones establecidas en el art. 81 del TCE, mientras que, cuando operen en España, no deberán incurrir en las conductas colusorias prohibidas por el art. 1 de la Ley 15/2007. El hecho diferencial que concurre en el caso de las ACC reside en que el oligopolio hace que sea mucho más dañina para el mercado toda posible concertación de conductas de aquellas.

Como ejemplo de práctica concertada en el ámbito internacional, podemos referirnos a la queja de Fitch

ante la SEC en el sentido de que Standard & Poor's y Moody's querían expulsarla de ciertos mercados de calificación de operaciones estructuradas mediante el denominado *notching*, práctica consistente en bajar las calificaciones o negarse a calificar ciertos bonos de titulación salvo que una porción sustancial de los activos que sirven de garantía a aquellos bonos sean también calificadas por ellos (42).

4.2. Conductas abusivas

De modo semejante a lo que señalábamos en el apartado anterior, las ACC, como todas las empresas, están sometidas a las normas generales que, en cada una de las regiones en las que operen, persiguen preservar la competencia frente a conductas abusivas. De modo tal que, en el ámbito de la UE, están sometidas a las prohibiciones establecidas en el art. 82 del TCE, mientras que, cuando operen en España, no deberán incurrir en los abusos de posición dominante prohibidos por el art. 2 de la Ley 15/2007. También concurre en este caso el hecho diferencial del oligopolio de las ACC que hace que sea mucho más dañino para el mercado todo posible abuso por parte de aquellas.

Como ejemplo de prácticas abusivas de posición dominante cabe citar el uso por las ACC de tácticas violentas (*strong-arm tactics*) para inducir a un emisor al pago de una calificación no solicitada, mediante el envío de facturas por tales calificaciones o tarifas de comisiones.

4.3. Competencia desleal

En términos generales, dado que las ACC operan en el mercado financiero y, en particular, concurren en el mercado de las calificaciones crediticias, están sometidas a las normas que, en cada país, previenen la competencia desleal, y por lo tanto, en nuestro país, a los preceptos de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal. Así pues, las ACC deben comportarse en este mercado conforme a las reglas de la buena fe objetiva (art. 5).

El hecho diferencial reside, en el caso de las ACC, en que el modelo de competencia basado en la reputación, que hemos descrito en el epígrafe 1 de este apartado IV, las hace especialmente sensibles —como sujetos agentes o pacientes— a determinados actos de competencia desleal. En efecto, las ACC tienen una particular sensibilidad respecto de los actos de confusión (art. 6), de denigración (art. 9), de imitación (art. 11) y de explotación de la reputación ajena (art. 12). También conviene resaltar que la reciente instauración de un estatuto jurídico imperativo de las ACC en el ámbito comunitario, a través del Reglamento (CE) n° 1060/2009, ten-

drá efectos relevantes sobre la posible comisión de actos de competencia desleal, empezando por que la instauración misma de estas normas imperativas abre la posibilidad de obtener una ventaja competitiva mediante su infracción, incurriendo en el acto de competencia desleal tipificado como la «violación de normas» en el art. 15 de la citada Ley 3/1991. Además, algunos aspectos específicos de este estatuto comunitario imperativo de las ACC serán relevantes a los efectos de integrar posibles actos de competencia desleal. Así, por ejemplo, la eventual infracción de los deberes de conservación de la documentación y de salvaguarda de la información confidencial utilizadas para emitir las calificaciones crediticias podrá ser relevante para integrar actos de violación de secretos (art. 13). Asimismo, la importancia de los equipos humanos de analistas y las normas de conducta que se les imponen, tanto mientras permanecen vinculados a las ACC como tras cesar su relación, serán significativos a los efectos de integrar eventuales actos de inducción a la infracción contractual (art. 14). Por último, los «arbitrajes de calificación» a los que se refiere expresamente el Reglamento comunitario pudieran ser calificados, en determinadas circunstancias, como actos de competencia desleal semejantes a las «ventas a pérdida» (art. 17).

V. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. La función reguladora de la responsabilidad: de la impunidad a la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia

Si aplicamos a la actividad de calificación crediticia el principio general de que no debe existir poder sin responsabilidad, es forzoso hacer el siguiente razonamiento: si existe un consenso internacional sobre el poder o influencia que tienen las ACC en los mercados financieros en general, y en el mercado de valores en particular, hasta el punto de que se admite que una mala calificación puede impedir la colocación de valores de deuda pública en el mercado o encarecerla, o incluso expulsar del mercado a ciertos emisores privados o encarecer la emisión o colocación de sus valores, entonces deben asumir y serles exigida una responsabilidad proporcionada a aquel poder o influencia (43). La pertinencia del razonamiento anterior se ratifica cuando se contrasta con el protagonismo que las ACC han tenido tanto en las crisis financieras localizadas, previas al verano de 2007, como en la crisis financiera global que vivimos desde entonces. A la vista de estas experiencias, existe un consenso internacional, por parte de las autoridades públicas que supervisan los mercados financieros, en el sentido de que las ACC han contribuido a la gestación de la crisis porque, en un principio, subestimaron los riesgos de ciertos productos financieros que calificaron —en particular, los vinculados a hipotecas

infragarantizadas—, y porque, después, cuando comenzó el deterioro de la solvencia de los emisores de aquellos productos, no reaccionaron de forma adecuada reflejando las nuevas condiciones en forma de rebaja de sus calificaciones y comunicándolas rápidamente al mercado, lo que permitió que la crisis creciera sin control.

Sin embargo, no parece que las negligencias cometidas por las ACC al emitir algunas de las calificaciones crediticias que colaboraron a las grandes crisis financieras se hayan visto acompañadas, hasta el momento, de las consiguientes exigencias de responsabilidades jurídicas, especialmente, en forma de responsabilidad administrativa, mediante la correspondiente sanción pública, o de responsabilidad civil, mediante la exigencia de la oportuna indemnización de los daños y perjuicios causados. Por el contrario, existe una cierta percepción de la impunidad de que han gozado tanto las ACC como sus directivos y analistas. Bien es cierto que dicha impunidad corre pareja a la de los administradores y directivos de los emisores y de los restantes agentes de los mercados financieros implicados en la crisis financiera quienes, además, en algunas compañías renombradas, no han tenido problema alguno, ni jurídico ni ético, para percibir sus *bonus*, cual si fueran maestros de la orquesta del Titanic que seguían actuando mientras el barco se hundía, con la notable diferencia de que estos directivos financieros no se han ahogado con el hundimiento, sino que flotan en la abundancia.

Es por ello por lo que titulamos este apartado aludiendo al tránsito de una situación de cierta impunidad de las ACC a una nueva posición de responsabilidad. Y, en tal sentido, destacan las referencias del Reglamento (CE) n.º 1060/2009, que después veremos con detalle, a la eventual responsabilidad de las ACC en dos ámbitos: tanto en el plano administrativo, en forma de sanciones estatales por la infracción de los deberes que se les imponen, como en el plano civil, en forma de obligaciones de indemnizar los daños y perjuicios que se deriven de las infracciones de su *lex artis*, compendiada en los requisitos y deberes que se derivan del mismo Reglamento.

2. Los presupuestos generales de la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia

Cuando nos referimos a la responsabilidad de las ACC, debemos comenzar por aclarar que los tres tipos de responsabilidad en que pueden incurrir —civil, administrativa y penal (44)— tienen muy diversos presupuestos y consecuencias. Ahora bien, sin perjuicio de esta distinción evidente, y antes de examinar el régimen de las diversas responsabilidades en las que pueden incurrir las ACC o sus administradores, directivos, analistas y empleados con ocasión del ejercicio de su acti-

vidad profesional, conviene sentar algunas bases o presupuestos generales de dichas responsabilidades, especialmente referidas a la civil, pero útiles, en gran medida, para todas ellas, y en especial para la administrativa.

2.1. *Alcance de las calificaciones crediticias*

Es evidente que el marco jurídico de la exigencia de la responsabilidad —civil (contractual o extracontractual), administrativa o penal— de las ACC debe partir de la adecuada calificación de su actividad. Y, por ello, la noción de la actividad de calificación es el presupuesto del edificio de su responsabilidad. En este sentido, hemos de remitirnos a lo que dijimos en el epígrafe 1 del apartado III de este estudio, recordando que las calificaciones crediticias son opiniones sobre la solvencia de los emisores expresadas de forma alfanumérica, en términos de la probabilidad de cumplimiento de las obligaciones de pago que asumen frente a los inversores como consecuencia de la adquisición por éstos últimos de los valores —preferentemente, de renta fija— que emiten. Estas opiniones se basan en la información que obtienen las ACC de los emisores, además de en fuentes públicas, pero no implican una verificación o auditoría de la exactitud y pertinencia de la información recibida.

En particular, la definición del art. 3.1.a del Reglamento (CE) n.º1060/2009 de la «calificación crediticia» genera dos efectos en materia de responsabilidad de las ACC en la UE: a) por exclusión, las ACC no responderán de otras implicaciones que se pretenda extraer de las calificaciones que emitan y que resulten ajenas a esta definición (por ejemplo, de una demanda de daños y perjuicios de un inversor por el lucro cesante derivado de la falta de rentabilidad de un instrumento financiero calificado); b) por inclusión, tampoco podrán exonerarse de las consecuencias de tales calificaciones crediticias (por ejemplo, de una demanda de un inversor que reclame un daño emergente por la pérdida de su inversión, debida a que un emisor calificado con la máxima solvencia carecía manifiestamente de ella, a la vista de la información puesta a disposición de la ACC para su labor de calificación).

Por otro lado, las calificaciones no implican, de por sí y a falta de mención expresa, juicios de probabilidad sobre el crecimiento futuro de tales emisores ni sobre su capacidad o voluntad de repartir unos dividendos determinados, ni tampoco son recomendaciones de compra, venta o mantenimiento en cartera de los valores calificados (45), sin perjuicio de que sean uno de los factores que influyen en toda decisión de inversión. Por ello, a falta de una expresa extensión del contenido de sus opiniones o de una prueba de afirmaciones sugerentes en tales opiniones, las ACC no responderán de reclamaciones de inversores desengañados por el pequeño crecimiento de un emisor calificado favora-

blemente o que decidieron comprar los valores bien calificados suponiendo su futura revalorización bursátil.

Abundando en la necesidad de determinar el alcance de la actividad de calificación como presupuesto de la responsabilidad de las ACC, nos encontramos ante un ejemplo paradigmático en la equiparación que se ha pretendido establecer entre las calificaciones crediticias y los artículos periodísticos como formas de opinión que merecían la protección de la libertad fundamental de expresión. En este sentido, destaca la línea de defensa, basada en la libertad de expresión consagrada en la Primera Enmienda de la Constitución de los EE.UU., traza da por Standard & Poor's frente a las numerosas demandas de responsabilidad civil por daños a los inversores derivados de sus calificaciones crediticias. Así, se pretende que las calificaciones crediticias merecen la misma protección que los artículos de opinión periodísticos porque se sostiene que unas y otros son —o, en el segundo caso, pueden ser— opiniones que se pronuncian sobre acontecimientos futuros, respecto de las cuales el público —inversor, en el caso de las calificaciones crediticias, o la opinión pública, en el caso de los artículos periodísticos— puede discrepar. Con esta defensa basada en la libertad de expresión consagrada en la Primera Enmienda, Standard & Poor's ha querido no sólo defender sus calificaciones, sino también rehabilitar su reputación maltrecha, como la del resto de ACC y la ha utilizado también en aquellos litigios en los que, no siendo parte demandada, era requerida para aportar sus documentos en un litigio entre dos compañías clientes.

Frente a esta ingeniosa línea de defensa, basada en la libertad fundamental de expresión, se han alzado voces que han objetado la diferencia sustancial entre los editoriales periodísticos y las calificaciones crediticias, que deriva de que éstas últimas se pagan por las entidades calificadas, generando un conflicto de interés sistémico que no afecta, en principio, a los editoriales. Además, se dice que, a diferencia de los editoriales periodísticos, las calificaciones tienen efectos directos sobre la riqueza, y la pobreza, de millones de inversores que confían en la objetividad de las ACC que las emiten. Por otra parte, cuando se ha mantenido por las ACC que no cabe demandar a éstas por una calificación errónea, del mismo modo que no cabe demandar a un meteorólogo por una predicción equivocada, se ha contestado que las ACC cobran sus honorarios de las entidades que están interesadas en que sus calificaciones sean favorables (de modo parecido a lo que sucedería si los hoteleros pagaran a las agencias de meteorología con el interés objetivo de los primeros de que las segundas hicieran predicciones de cielos despejados). Por otro lado, las calificaciones crediticias, en cuanto se refieren a la solvencia de los emisores u originadores de instrumentos financieros, no son meras constataciones fácticas, sino más bien juicios predictivos. En definitiva, este conjunto de circunstancias hace

que no quepa equiparar las calificaciones crediticias con las opiniones periodísticas al objeto de darles una misma protección; máxime en los casos en que se constate una negligencia o un dolo en la conducta de las ACC o de sus analistas.

Llevada esta polémica al Derecho comunitario, y en particular a nuestro ordenamiento, consideramos que la definición de la «calificación crediticia» como un «dictamen acerca de la solvencia de una entidad ...» por parte del art. 3.1.a del Reglamento (CE) n° 1060/2009 despeja, en gran medida, las dudas que pudiera producir su calificación como una «opinión» para intentar buscar la impunidad civil de las ACC al amparo de la libertad de expresión reconocida como derecho fundamental en el art. 20 de nuestra Constitución de 1978. Además, un examen de la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos y de nuestro Tribunal Constitucional pone de manifiesto que la libertad de expresión constitucionalmente protegida no debe servir para amparar a una ACC por los daños que puedan producir a terceros las calificaciones que emita de forma negligente o maliciosa (46).

2.2. Cláusulas de exoneración de responsabilidad predispuestas por las agencias de calificación crediticia

2.2.1. Tipos de cláusulas

El examen de los códigos de conducta vigentes y de los informes y calificaciones crediticias de las principales ACC que operan a escala global nos permite diferenciar dos tipos de cláusulas relevantes para determinar su responsabilidad.

a) Por un lado, encontramos las cláusulas que delimitan el alcance de las calificaciones crediticias y los presupuestos de su emisión. No se trata de cláusulas exoneratorias de responsabilidad de las ACC en sentido propio, porque aquella responsabilidad no nacería aunque tales cláusulas no estuvieran predispuestas, según se deduce de lo que hemos señalado en el apartado anterior. Sin perjuicio de ello, cumplen una función «didáctica» muy importante. En esta primera categoría podemos incluir las manifestaciones —presentes tanto en los códigos de conducta de las grandes ACC como en todos los informes o calificaciones crediticias que emiten— dejando constancia expresa de que sus informes o calificaciones son opiniones (*statements of opinion*), y no son constataciones de hechos susceptibles de verificación (*verifiable statements of facts*) o recomendaciones de comprar, vender o mantener en cartera unos valores determinados.

b) Por otro lado, encontramos las cláusulas que excluyen expresamente determinadas obligaciones —y, por

consiguiente, responsabilidades— de las ACC. Aun cuando este segundo tipo de cláusulas pueden calificarse de exoneratorias en sentido propio, cabría distinguir las que excluyen obligaciones de las ACC que ni la ley ni un contrato les impone, con lo que seguirían teniendo un carácter «didáctico», de aquellas que les exoneran de cumplir determinadas obligaciones que les incumben. A su vez, si tales obligaciones vienen impuestas a las ACC por normas imperativas, su exoneración no será válida, mientras que si se les imponen por contratos, serán válidas en tanto no pretendan exonerarles de actos dolosos o gravemente negligentes, según veremos a continuación. En esta segunda categoría podríamos empezar por incluir las cláusulas que algunas de las ACC que operan a nivel global incluyen en las introducciones de sus códigos, en las que dicen que no pretenden asumir ni asumen responsabilidad alguna, que su contenido no integra contrato alguno, que no otorgan derecho alguno a ningún tercero y que pueden modificarlo discrecionalmente. También podemos incluir las cláusulas en las que se eximen expresamente de cualquier deber de investigación informativa y de cualquier responsabilidad que pudiera derivar de una calificación inadecuada debida al suministro de información errónea por el emisor en cuestión. En este sentido, las ACC afirman que sus calificaciones crediticias descansan sobre la información suministrada por los emisores o sus representantes, que la propia ACC considera fiable, sin que ello implique verificación independiente de la información suministrada, lo que impide su identificación con una auditoría. En particular, las ACC declaran que no responden frente a ninguna persona o entidad de cualquier daño total o parcialmente debido a un error negligente o de otro tipo, o a otra circunstancia o contingencia, dentro o fuera del control de la ACC o de cualquiera de sus administradores, empleados o agentes, relativas a la recepción, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de la información.

2.2.2. Límites de su validez

La validez y eficacia de este tipo de cláusulas exoneratorias están sujetas a los siguientes límites:

a) En general, y en cuanto a la responsabilidad civil, en los sistemas de Derecho continental su validez está sujeta a los límites generales que impiden la exoneración anticipada de la responsabilidad civil por dolo o culpa grave, y la admiten para los casos de culpa leve (cfr. art. 1102 del Código Civil español).

b) En particular, en el Derecho comunitario europeo, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 establece una serie de deberes de examen de la información relevante por parte de las ACC como parte de sus métodos de calificación que les resultan exigibles, así como el cumplimiento de los requisitos organizativos y operativos con-

tenidos en el anexo I. En concreto, el art. 8.2 dispone que las ACC «adoptarán, aplicarán y harán cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias que emitan se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus métodos de calificación» y, además, «adoptarán cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación crediticia sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables».

c) Asimismo, forman parte del acervo internacional de diligencia de las ACC algunas medidas relevantes a este respecto contenidas en los apartados 1.1 y 1.6 del Código de OICV/IOSCO, revisado en mayo de 2008, que imponen el establecimiento de procedimientos que garanticen que toda la información disponible para las ACC que sea relevante para calificar un emisor o un valor se refleje en dicha calificación y que las ACC se esfuercen en evitar que sus opiniones y análisis contengan errores o engaños sobre la solvencia de un emisor o de una obligación.

2.3. *Distinción entre los distintos tipos de obligaciones derivadas de la actividad típica de las agencias de calificación crediticia*

2.3.1. Obligaciones legales, contractuales y extracontractuales

Si atendemos a sus fuentes (art. 1089 del Código Civil español), podemos diferenciar tres tipos de obligaciones que pueden serles exigidas a las ACC como consecuencia del desarrollo de su actividad típica de calificación, y cuyo incumplimiento generará la responsabilidad civil correspondiente de aquellas ACC. *Primero*, obligaciones legales, que son las derivadas de la legislación imperativa vigente, básicamente contenida en el Reglamento (CE) nº 1060/2009, y que se muestran como deberes de conducta de tales ACC. Su incumplimiento dará lugar a la responsabilidad administrativa de éstas, concretada en forma de sanciones administrativas, previstas en el Reglamento citado y desarrolladas por los ordenamientos de los estados comunitarios. Asimismo, debe tenerse en cuenta que las obligaciones legales integran la *lex artis* de la actividad de calificación de las ACC y, por ello, se incorporan, de forma automática, al contenido de los contratos de calificación que puedan tener suscritos éstas con los emisores calificados y a la diligencia exigible por el mercado financiero en general. Por ello, las obligaciones legales también son relevantes para integrar la responsabilidad civil contractual y extracontractual de las ACC. *Segundo*, obligaciones contractuales, que nacen de los contratos de calificación suscritos por las ACC con los emisores u originadores calificados. Su incumplimiento generará la responsabilidad contractual en los términos

previstos en el art. 1101 del Código Civil. *Tercero*, obligaciones extracontractuales, que nacen de los actos u omisiones ilícitos o en los que intervenga cualquier género de culpa o negligencia, y que las ACC pueden contraer con terceros que participen en los mercados financieros y, muy particularmente, con los inversores que se sientan perjudicados por las calificaciones emitidas. Estas obligaciones se reflejan en forma de la responsabilidad extracontractual que les resultará exigible en los términos previstos en el art. 1902 del Código Civil.

2.3.2. Obligaciones de medios y de resultado

Dentro de la actividad típica de calificación de las ACC, es posible diferenciar dos tipos de obligaciones. Por una parte, las obligaciones que asumen las ACC frente a los emisores son, en cuanto a su forma, obligaciones de resultado, en el sentido de que deben producir la calificación u opinión correspondiente en el plazo fijado, respondiendo en caso contrario. Por otra parte, las obligaciones que asumen las ACC frente a aquellos emisores, y sobre todo ante los inversores y el mercado financiero en general, deben calificarse como obligaciones de medios, en cuanto al contenido sustancial de la opinión emitida. Ello es así porque las ACC no garantizan la solvencia futura de los emisores bien calificados; de modo tal que la insolvencia futura de un emisor bien calificado por una ACC no determina, de forma automática, la responsabilidad de esta última frente a los inversores que adquirieron los valores de renta fija cuyos intereses no se pueden abonar o cuyos principales no cabe amortizar a causa de aquella insolvencia. Habrá que atender a las circunstancias que rodearon aquella insolvencia y ponerlas en relación con las que rodearon la calificación para verificar si, por ejemplo, en función de la información que facilitó el emisor a la ACC o de la disponible en el mercado, la insolvencia era posible, probable, previsible o inminente en el momento de emitirse la opinión. Cuanto más se acerque a la inminencia la insolvencia del emisor, más se aproximará a la negligencia la conducta de la ACC que emitió una buena calificación de aquél o de los instrumentos financieros emitidos u originados.

Por otro lado, el Código de la OICV, en su versión revisada de mayo de 2008, prohíbe, en su medida 1.14, que las ACC o sus empleados garanticen a un emisor una calificación determinada antes de iniciar el proceso calificador, sin perjuicio de las calificaciones prospectivas que pueden utilizarse en determinadas operaciones societarias.

2.4. *La diligencia profesional exigible a las agencias de calificación crediticia*

La anterior consideración de los deberes profesionales de las ACC como obligaciones de medios, en

cuanto al contenido sustancial de sus opiniones, obliga a determinar el nivel de diligencia exigible a las mismas, su *lex artis*. Porque, según señalamos anteriormente, será el grado de desviación de la conducta de una ACC respecto de la diligencia que le resulta exigible la que determinará el primer presupuesto de su responsabilidad.

En general, les resultará exigible la diligencia propia de un profesional en el campo de la calificación de los riesgos de insolvencia que presentan los emisores de valores, o los valores emitidos. Esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve *in concreto*, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (cfr. art. 1104 del Código Civil). En concreto, los deberes típicos de las ACC se refieren al procesamiento de la información necesaria para realizar una calificación exacta; de modo tal que las negligencias típicas se referirán a la mala gestión de aquella información (47).

En particular, podemos considerar que la *lex artis* de las ACC se concreta en dos ámbitos:

a) A escala universal, aquella *lex artis* esta integrada por los principios y las medidas del Código de Conducta de la OICV, revisado en mayo de 2008 (48). Esta *lex artis* esta integrada por principios de actuación (49) y por medidas concretas. Además, debe tenerse en cuenta que este Código, junto a las medidas que contiene, remite, en cada caso, a las regulaciones nacionales aplicables a la actividad de calificación (50). Por ello, cada ACC estará sujeta a los principios y medidas armonizados internacionalmente y, además, a los deberes exigibles en su Estado de origen. Vista la importancia que tiene para las ACC el cumplimiento de las medidas del Código de OICV, no resulta extraño que el propio Código prevea el establecimiento de mecanismos de comprobación, por las propias ACC, de su efectivo cumplimiento, mediante la identificación de la persona o personas responsables de la supervisión del mismo y los sistemas de denuncia interna de los incumplimientos (51).

b) A escala europea, la *lex artis* jurídicamente exigible se deduce del contenido del Reglamento (CE) n° 1060/2009, porque los requisitos de organización de la gestión y del trabajo y los requisitos operativos, que constituyen condiciones exigibles para el registro de las ACC son otros tantos deberes de conducta que se imponen a éstas (52). Con la diferencia esencial, respecto de la *lex artis* derivada del Código de la OICV, de que, en este caso, la desviación de la actuación de una ACC comunitaria respecto de la *lex artis* derivada del Reglamento citado dará lugar no sólo a la responsabilidad civil exigible por quien haya sufrido un daño patri-

monial, sino también a la responsabilidad administrativa exigible por el Estado respectivo en los términos a los que nos referimos en este mismo estudio.

Por lo anterior, cabe considerar que las medidas del Código de Conducta de la OICV o las derivadas del Reglamento (CE) n° 1060/2009 integran el arquetipo universal o comunitario, respectivamente, de la ACC diligente, y que, ante una acción de responsabilidad civil que pueda interponer un emisor o un inversor contra una ACC, el grado de negligencia de su actuación podrá ser evaluado, según el caso, a la vista de las medidas del Código y los Principios de la OICV o de los deberes derivados del Reglamento (CE) n° 1060/2009. Y, respecto del arquetipo universal de ACC diligente, cabe añadir que el Código y los Principios de la OICV serán relevantes aun cuando la ACC en cuestión no haya adoptado un código de conducta adecuado al Código de OICV, porque es evidente que no cabe «premiar» dicha omisión, o cuando, habiéndolo adoptado, introduzca cláusulas de exoneración anticipada de responsabilidad, que, en su caso, serán eficaces ante culpas leves de la ACC, pero no ante actuaciones dolosas o gravemente culposas de la misma. En este sentido, recordemos que algunas de las ACC que operan a nivel global incluyen en las introducciones de sus códigos manifestaciones —a nuestro entender, inválidas— en las que dicen que no pretenden asumir ni asumen responsabilidad alguna, que su contenido no integra contrato alguno, que no otorgan derecho alguno a ningún tercero y que pueden modificarlo discrecionalmente.

2.5. Actuaciones de las ACC y de sus administradores, directivos, analistas y empleados

Si recordamos que la actividad calificadora de las ACC se desarrolla mediante actos de las personas físicas que integran su personal (en sentido amplio, comprendiendo sus administradores), debemos plantear en qué medida las responsabilidades derivadas de su actividad se imputarán a la ACC, a aquellas personas físicas o a ambas. Esta clarificación de los criterios de imputación de responsabilidades se hace especialmente necesaria en el caso de las ACC, si tenemos en cuenta el protagonismo de sus analistas en las actuaciones previas, o calificaciones provisionales, y de los componentes de sus comités o consejos de calificación en sus calificaciones definitivas (53).

Los criterios de imputación dependerán del tipo de responsabilidad de que se trate, según sea civil, administrativa o penal.

a) En cuanto a la responsabilidad civil, conviene recordar que el principio general, según el cual los empleadores —en este caso, las ACC— responden de los per-

juicios causados por sus dependientes en el ejercicio de las funciones que tengan encomendadas (54), se refuerza por el principio de calificación institucional y no individual que implica, por ejemplo, la medida 1.4 del Código de OICV, a la que después nos referiremos. En este caso, podría argumentarse que el protagonismo técnico de los analistas y de los comités de calificación justificaría su identificación, en determinadas circunstancias, como centros de imputación de responsabilidad autónomos y distintos de la ACC para la que trabajan. En todo caso, la protección patrimonial del emisor o inversor eventualmente dañado debería llevar a establecer como patrimonio responsable el de la ACC, sin perjuicio de que ésta pueda repetir contra sus analistas si éstos, por ejemplo, se han desviado de la metodología, de los procedimientos o de los criterios de calificación. A estos efectos de identificar a los analistas como sujetos responsables para una eventual repetición de la ACC que se vea obligada a pagar una indemnización por un acto dañoso de su analista, será esencial determinar si éste ha ajustado su actuación a la metodología establecida por la agencia de calificación crediticia.

b) En cuanto a las responsabilidades administrativa o penal, habrá que estar a la individualización de las sanciones conforme a los principios generales del Derecho punitivo.

2.6. *La estructura multinacional de las agencias globales y la eventual comunicación de responsabilidades*

Por último, conviene tener en cuenta que la estructura multinacional que suelen tener las principales ACC —con matrices anglosajonas y filiales regionales o locales (55)— plantea un eventual problema de comunicación de responsabilidades. Esto es, conviene examinar en qué circunstancias resultaría admisible «levantar el velo» de la personalidad jurídica de una filial de una ACC internacional para reclamar a su matriz la eventual responsabilidad civil en que haya incurrido la primera.

Dado el origen fundamentalmente jurisprudencial de esta doctrina del «levantamiento del velo», habrá que estar a su formulación por los tribunales en cada sistema jurídico. Sin perjuicio de esta relatividad y necesaria concreción en cada caso y ordenamiento, en el ámbito de la responsabilidad de las ACC nos podemos encontrar ante la eventual aplicación de aquella doctrina a dos tipos de casos: primero, casos de control o dirección efectiva externa de las ACC filiales por las matrices, o por otras entidades que controlen a las primeras y, en concreto, ante la eventual necesidad de proteger a los acreedores de las ACC filiales infracapitalizadas que sean declaradas responsables civilmente de determinados daños causados por sus calificaciones culposas o dolosas. Segundo, ante casos de utilización

de la personalidad jurídica de las ACC filiales para eludir la responsabilidad extracontractual por actos u omisiones en los que intervenga cualquier género de culpa o negligencia. A estos efectos, procede remitirse, en el Derecho español, a la doctrina sentada por la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre la base de los principios de evitar el fraude de ley (art. 6.4 del Código Civil) y el abuso de derecho o un ejercicio antisocial de éste (art. 7.2 del Código Civil). De tal manera que será admisible dicho levantamiento cuando, por ejemplo, se pruebe que la ACC filial inicialmente responsable ha sido un instrumento constituido para eximirse la matriz de las responsabilidades inherentes a las actividades de calificación que realiza el grupo, y cuyos rendimientos van a parar, finalmente, a aquella matriz.

En particular, los dos sistemas de reconocimiento de las calificaciones crediticias emitidas por ACC extracomunitarias en el ámbito de la UE, que establece el Reglamento (CE) n° 1060/2009 (sistema de refrendo del art. 4 o de certificación por equivalencia del art. 5), recomiendan distinguir los términos de responsabilidad en cada una de estas hipótesis para establecer si existe comunicación legal de tales responsabilidades intra-grupo. Así, en el caso de que una ACC comunitaria refrende la calificación emitida por una extracomunitaria, el art. 4.5 del Reglamento prevé expresamente que «la agencia de calificación crediticia que haya refrendado las calificaciones crediticias emitidas en un tercer país, con arreglo al apartado 3, será plenamente responsable de dichas calificaciones crediticias y del cumplimiento de las condiciones a que hace referencia dicho apartado». En el caso de ACC extracomunitarias que operen sobre la base de certificaciones por equivalencia, no existe tal asunción de responsabilidad por parte de una ACC comunitaria.

3. La responsabilidad civil

Es importante dejar constancia de que, en el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 ha contemplado expresamente esta hipótesis de que las ACC puedan incurrir en responsabilidad civil cuando su considerando 69 dice: «Sin perjuicio de la aplicación de esta legislación comunitaria, cualquier reclamación contra una agencia de calificación crediticia por incumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento debe hacerse de conformidad con la legislación nacional aplicable en materia de responsabilidad civil». En todo caso, hay que tener en cuenta las profundas diferencias entre los regímenes de responsabilidad civil de los diversos estados comunitarios (56).

Para que nazca esta responsabilidad civil, quien reclame de la ACC la correspondiente indemnización de daños y perjuicios deberá acreditar que concurren los tres requisitos siguientes, comunes a la exigencia de

responsabilidad contractual y extracontractual. *Primero*, que la ACC ha realizado un acto dañoso, entendido como un incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso de las obligaciones legales o convencionales que le resulte imputable a título de dolo o culpa. *Segundo*, que el demandante ha sufrido un daño patrimonial; concepto amplio que abarca tanto el daño emergente (por ejemplo, el sufrido por un emisor que ve cómo una calificación crediticia negativa errónea le causa una oleada de solicitudes de amortización anticipada de las obligaciones emitidas) como el lucro cesante (por ejemplo, el sufrido por aquel mismo emisor que se ve impedido de colocar una emisión de obligaciones en el mercado de capitales). También cabría mencionar el daño moral en el sentido de la lesión de la reputación del emisor que se ve injusta y erróneamente calificado en su solvencia, que, si se trata de una entidad de crédito, constituye la base de su actividad y, por lo tanto, le ocasiona, indirectamente o de forma difusa, daños patrimoniales (por ejemplo, una entidad de crédito que ve malograda una operación de fusión con otra como consecuencia de una rebaja de su calificación crediticia). En este punto, conviene ser particularmente cuidadoso porque, siempre que nos movemos en el siempre impreciso y difuso ámbito del daño reputacional o moral, hemos de recordar que la jurisprudencia, si bien admite la noción, e incluso señala que «la relatividad e imprecisión forzosa del mismo (concepto del daño moral) impide una exigencia judicial estricta respecto de su existencia y traducción económica o patrimonial» (57), añade que ello «no permite pensar en una generalización de la posibilidad indemnizatoria» por este concepto (58). A lo anterior cabe añadir que la noción jurisprudencial del daño moral se anuda a sufrimientos psíquicos o situaciones de zozobra que sufren personas físicas, con lo que exigiría un paso más para predicarlo de personas jurídicas. *Tercero*, que existe una relación de causalidad eficiente entre el acto dañoso de la ACC y el daño sufrido por quien le exige responsabilidad civil. Así, por ejemplo, un emisor que reclamara la responsabilidad de una ACC debería demostrar que la calificación errónea de su solvencia ha sido la causa del daño derivado de su imposibilidad de colocar una emisión de obligaciones. Por lo tanto, esta relación de causalidad eficiente se rompería si la ACC probara que la frustración de la emisión de obligaciones tuvo como causa principal la información disponible en el mercado de la que se deducía la dudosa solvencia del emisor.

4. La responsabilidad administrativa

4.1. Responsabilidad administrativa por infracción de su estatuto jurídico

En el Derecho comunitario, el Reglamento (UE) n° 513/2011, que modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009,

consagra a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), que es una de las tres autoridades que integran el subsistema de supervisión microprudencial que forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) (59), como responsable exclusiva del registro y de la supervisión de estas agencias en la Unión Europea, sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos estados miembros o de celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervisión de terceros países. Este Reglamento agrava muy notablemente el régimen sancionador aplicable a estas ACC porque potencia las competencias sancionadoras de la AEVM; amplía las multas punitivas y las multas coercitivas que se pueden imponer (arts. 36 bis y ss.); tipifica muy detalladamente las infracciones que pueden cometer las ACC, añadiendo un anexo III al Reglamento (CE) n° 1060/2009 con una extensa lista de 54 infracciones relacionadas con conflictos de intereses y requisitos de organización o de funcionamiento, otras ocho relacionadas con obstáculos a la actividad de supervisión, y otras once relacionadas con las disposiciones sobre divulgación o información, y detalla los coeficientes que deben ser utilizados por la AEVM para la imposición de sanciones, añadiendo un anexo IV al Reglamento (CE) n° 1060/2009 con una lista de coeficientes ligados a los factores agravantes o atenuantes.

En el Derecho español, la Ley 15/2011, sobre Agencias de Calificación Crediticia, concreta las facultades de supervisión y sanción de la CNMV como autoridad nacional responsable del control público de estas ACC (60), y crea un registro de ACC establecidas en España, modificando parcialmente para ello los arts. 84, 85, 91, 92, 95, 99, 101, 102 y 104 de la LMV, con especial atención a la cooperación de la CNMV con las autoridades competentes de otros estados miembros de la Unión Europea. En concreto, la CNMV supervisará a las ACC establecidas en España, a las personas que participen en las actividades de calificación, a las entidades calificadas o terceros vinculados, a las entidades que hayan subcontratado a las ACC para realizar alguna de sus funciones o actividades y, en general, a las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las ACC o con las actividades de calificación crediticia.

4.2. Responsabilidad administrativa por infracción de las normas de conducta en el mercado de instrumentos financieros

Cuando nos referimos a la regulación de las ACC en el Derecho comunitario y, por ende, en el Derecho español, debemos advertir que, junto al Reglamento (CE) n° 1060/2009 que se ocupa de su estatuto personal, existen otras normas, con forma de directivas, que afectan a determinados sectores de la actividad de estas

ACC. La más destacada es, sin duda, el régimen de las agencias de calificación externa (ECAI) como evaluadores externos del riesgo crediticio de las entidades de crédito a los efectos de evaluar su solvencia, que deriva de la Directiva 2006/48/CE. Pero también hay que recordar que la actividad de las ACC puede incidir en el campo de las normas de conducta del mercado de instrumentos financieros (61).

En general, la actividad típica de las ACC puede ser ocasión o instrumento para la comisión de las infracciones administrativas relacionadas con la información en el mercado de valores, por cuanto ésta es la materia prima que sirve para elaborar las opiniones de calificación.

El riesgo de que las ACC abusen de información privilegiada, en forma de comunicación de aquella a la que han accedido por razón de su actividad, nace de la tentación de comunicar a los suscriptores de sus calificaciones la información confidencial que les comunican los emisores calificados. En concreto, dicho riesgo de que las ACC o sus empleados abusen de la información privilegiada a la que acceden ha estado presente en todo el proceso de regulación de estas ACC y, así, el Comité Técnico de la OICV ha identificado, entre las fuentes de los conflictos de interés más frecuentes; el acceso de las ACC a información confidencial, que puede llevar a que su personal se vea tentado a abusar de dicha información para adquirir o vender los valores afectados (62).

En el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) nº 1060/2009, entre los requisitos de organización y operativos que integran las condiciones de registro de las ACC, exige que establezcan en su seno canales de información (63) y mecanismos de salvaguarda de la documentación e información, que será con frecuencia privilegiada, a la que acceden o generan (64), y aquel Reglamento reconoce que las ACC están sujetas a la Directiva 2003/6/CE sobre operaciones con información privilegiada y abuso de mercado.

En el Derecho español en particular, la responsabilidad administrativa de una ACC nace de las infracciones de las normas que fijan su estatuto jurídico, a las que nos hemos referido en el apartado precedente, pero también puede nacer de la infracción de las normas de conducta contenidas en el título VII de la LMV, que rigen la actuación de dos tipos de sujetos (65).

a) *Primero*, las normas de conducta dirigidas a cuantas personas físicas o jurídicas actúen en el mercado de valores en general. En este sentido, existen dos normas de conducta que afectan especialmente a la actividad de las ACC. En primer lugar, la prohibición de abusar de la información privilegiada de que se disponga según lo establecido en el art. 81 de la LMV; prohibición que

adquiere un significado especial en el caso de las ACC porque, según vimos en los epígrafes precedentes, la elaboración de sus opiniones conlleva con frecuencia el acceso a información confidencial que le comunican los emisores de los valores calificados. Por lo anterior, existe un riesgo especial de que las ACC puedan incurrir en los tipos de infracciones muy graves previstos en las letras o y o *bis* del art. 99 de la LMV o en los de infracciones graves previstos en las letras x y x *ter* del art. 100 de la misma LMV. En segundo lugar, las ACC también están especialmente sujetas a la prohibición de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios de los valores en el mercado, establecida en el art. 83 *ter* de la LMV. En particular, las ACC son un grupo de alto riesgo en relación con las prácticas de manipulación informativa previstas en la letra c del apartado 1 del citado art. 83 *ter* de la LMV. En consecuencia, existe un riesgo especial de que las ACC cometan la infracción muy grave tipificada en la letra i del art. 99 de la LMV o la infracción grave tipificada en la letra w del art. 100 de la misma LMV.

b) *Segundo*, las normas de conducta que rigen la actuación de las entidades o grupos de entidades que actúen o presten «servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores» (art. 83.1 LMV) o «que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados» (art. 83.2 LMV). Procede recordar, a estos efectos, que las ACC no pueden calificarse, en sentido propio, como asesores de inversiones, sin perjuicio de que puedan prestar servicios accesorios de asesoramiento de inversiones y de que puedan extralimitar, en ciertos casos, sus opiniones para incluir recomendaciones, implícitas o explícitas, de inversión. Por ello, considerando tanto estos casos de eventual extralimitación de su actividad de calificación como el hecho de que las calificaciones puedan calificarse, en determinados casos, sustancialmente como informes sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados, las ACC estarán sujetas específicamente a las normas de conducta antes reseñadas. Y, en consecuencia con lo anterior, existe el riesgo específico de que las ACC incurran en el tipo de infracción muy grave previsto en la letra o *bis* del art. 99 de la LMV o en el de infracción grave previsto en la letra x *ter* del art. 100 de la misma LMV.

NOTAS

(*) Agencias de *rating*.

(1) Véase nuestra monografía sobre *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de rating*, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor, 2010.

(2) Entre nosotros, ya el Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (Comisión Aldama) de 8 de enero de 2003 (págs.34 y 35) se había ocupado de los problemas principales que

planteaban las «agencias de calificación» dentro de los «prestadores de servicios profesionales», junto a los auditores, analistas financieros y bancos de inversión.

(3) Al papel de estas ACC en la crisis financiera se refiere el estudio de los profesores Carbó y Rodríguez presente en este mismo volumen.

(4) Aun cuando no faltan analistas que pongan en cuarentena estos efectos sobre la base de constatar que la pérdida de la calificación AAA por muchas corporaciones estadounidenses no ha tenido efectos significativamente lesivos para su capacidad financiera y que varias de estas corporaciones, tanto estadounidenses como europeas, gozan de una calificación crediticia mejor que la de los estados donde están ubicadas (véase DASH, E., «AAA rating is a rarity in business», *The New York Times*, 02.08.2011).

(5) En este sentido, conviene recordar la rebaja del *rating* de Italia por parte de Standard & Poors el pasado 19 de septiembre de 2011 (véase *El Mundo* de 20.09.2011, pág. 28) y del *rating* de los bancos italianos y estadounidenses que anunció dicha ACC y Moody's tres días más tarde (véase *El Mundo* de 22.09.2011, págs. 28 y 29).

(6) En este sentido, cabe recordar la advertencia hecha por Standard & Poors el 15 de julio de 2011 de bajar el *rating* de los EE.UU. ante el más mínimo impago (véase *El Mundo* de 15.07.2011, pág. 24) y el mantenimiento de la posibilidad de rebaja por las ACC, a pesar del acuerdo alcanzado *in extremis* entre demócratas y republicanos para evitar la suspensión de pagos del gigante americano (véase *El Mundo* de 01.08.2011).

(7) Así podemos recordar que la amenaza de Moody's de rebajar el *rating* del Reino de España —junto a la efectiva degradación de la calificación de la deuda de seis comunidades autónomas y la puesta en vigilancia de la valoración de nuestros principales bancos privados— ha sido una de las razones para el anticipo electoral anunciado por el Presidente del Gobierno el 29 de julio de 2011 (véase *El Mundo* de 30.07.2011, págs. 28 y 29).

(8) En este sentido, el presidente de la CNMV, Julio Segura, señalaba que la nacionalidad y el carácter público de una ACC pública europea exigían una reflexión para calibrar las ventajas e inconvenientes de esta fórmula (véase COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 2011).

(9) En este sentido, es interesante constatar cómo, el 17 de agosto de 2011, el Departamento de Justicia de los EEUU inició una investigación sobre las prácticas de Standard & Poors en relación con la valoración de activos financieros basados en hipotecas basura (véase *El Mundo* 19.08.2011, pág. 31, «Obama se venga de S&P») y cómo, a continuación, el día 23 del mismo mes, esta ACC sustituyó a su Presidente (véase *El Mundo* 24.08.2011, pág. 26, «S&P sustituye a su presidente en plena ola de críticas por los ratings. La agencia niega que la marcha de Sharma esté relacionada con la rebaja a EE.UU.»).

(10) A la regulación de estas ACC se refiere el estudio de Ramiro Losada presente en este mismo volumen.

(11) Véase TAPIA HERMIDA (2010a).

(12) Véase TAPIA HERMIDA (2011b).

(13) Esta es la definición específica contenida en el Código de OICV / IOSCO (página 3).

(14) Así traduce, entre nosotros, LOSADA LÓPEZ, R. (2009: 13), la definición de la OICV.

(15) El art. 2.3 del Reglamento dispone: «Las agencias de calificación crediticia solicitarán su registro con arreglo al presente Reglamento como condición de su reconocimiento como Agencias de Calificación Externas (ECAI), de conformidad con el anexo VI, parte 2, de la Directiva 2006/48/CE, a menos que sólo emitan las calificaciones crediticias mencionadas en el apartado 2».

(16) Anexo I Sección B.4.

(17) Véase nuestra monografía sobre «Las Agencias de Calificación Crediticia», cit., pág.163 y ss.

(18) Véase nuestra monografía sobre «Las Agencias de Calificación Crediticia», cit., pág.197 y ss.

(19) En este sentido, el Presidente de la CNMV, Julio Segura, llamaba la atención sobre el hecho de que el conflicto de intereses más claro de estas ACCS consiste en que «sus ingresos provienen de los emisores a los que califican y que, sobre todo en las titulizaciones, realizaban una tarea de asesoramiento y diseño de las emisiones»; en relación con ello, aludía al cambio del modelo de negocio (véase COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 2011).

(20) En este sentido, la Consulta Pública del ESMA sobre las ACC incide en los conflictos de interés surgidos del modelo *issuer-pays* y expone otros modelos alternativos como los de *suscriber/investor-pays*, *payment-upon-results*, *trading venues pay*, selección de la agencia por un ente público independiente en el caso de productos estructurados, o una agencia de *rating* pública con carácter fiscalizador.

(21) Véase ESMA, «Call for evidence on the assessment of compliance of credit rating agencies with the article 8.3 of the Credit Agencies Regulation» (1060/2009/EC).

(22) Véase ESMA, «Call for evidence on ratings data reporting requirements for CRAs according to article 21(3)(e) of the draft amended CRA Regulation».

(23) Así se manifestaba el Informe citado de OICV / IOSCO (pág. 3).

(24) Ver el apartado «What are Ratings?» (pág. 4) de STANDARD & POOR'S (2008), que define las calificaciones crediticias como «las opiniones vigentes sobre la solvencia de emisores o emisiones». Véase también el apartado 2.1.1. del Código de Conducta de Fitch de enero de 2009 (FITCH RATINGS, 2009). Por su parte, el Código de Conducta Profesional de Moody's (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2008) define, en su apartado I, una calificación crediticia como una «opinión vigente respecto de la solvencia futura relativa de un compromiso crediticio, un valor de deuda o análogo, o un emisor de tales obligaciones, tal y como se determine por un comité de calificación, y expresada utilizando la escala establecida alfanumérica Aaa a C u otras escalas de calificación crediticia que identifique en cada momento Moody's».

(25) En este sentido, el párrafo segundo del apartado 1 del art. 4 del Reglamento dispone: «Si un folleto publicado de conformidad con la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (CE) n° 809/2004 contiene una referencia a una calificación o calificaciones crediticias, el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado regulado deberá garantizar que el folleto incluya también información clara y destacada sobre si dicha calificación crediticia ha sido emitida o no por una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada de conformidad con el presente Reglamento».

(26) Estas últimas clasificaciones pueden deducirse de las definiciones de *Unsolicited Credit Ratings* y de *Non-Participating Credit Ratings* contenidas en el Código de Conducta Profesional de Moody's Investor Services (2008).

(27) En este sentido, véase SEC, «Concept release: Rating agencies and the use of credit ratings under the Federal Securities Laws» (4 de junio de 2003), p. 12, apartado E, donde se deja constancia de que ciertos comentaristas han cuestionado que las ACC intenten inducir a un emisor para que pague una calificación que no ha solicitado (por ejemplo, enviándole una factura por dicha calificación o una tarifa de comisiones con una invitación al pago).

(28) A los diferentes tipos de incentivos que mueven a los usuarios de las calificaciones se refería HILL (2004: 78 y ss.).

(29) Medida 2.1 del Código de la OICV/IOSCO.

(30) Anexo VI, parte 2 de la Directiva 2006/48/CE.

(31) Véase considerando 33.

(32) Ver el art. 7.4 y el apartado 8 de la sección C del anexo I.

(33) El exceso de dependencia de los *ratings* es uno de los temas sometidos a consulta pública por el ESMA. En este sentido, el presidente de la CNMV, Julio Segura, confesaba que «los supervisores nos hemos apoyado excesivamente en el trabajo de las agencias y, en ocasiones, hemos descuidado nuestra tarea como investigadores» y, por ello, señalaba que uno de los temas primordiales era disminuir la dependencia excesiva de los *ratings*, que no es deseable y ha motivado en la crisis financiera que tiene efectos sistémicos y, por ello, el Comité de Estabilidad Financiera, apoyado por el G-20, ha puesto a las autoridades competentes la tarea de examinar las referencias legales a los *ratings* con el objetivo de reducirlas (véase COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 2011).

(34) La transparencia, seguimiento, metodología y proceso de elaboración de los *ratings* soberanos es uno de los temas sometidos a consulta pública por el ESMA.

(35) En este sentido, el considerando 16 dice: «El presente Reglamento también debe obligar a las agencias de calificación crediticia de un tercer país a cumplir unos requisitos que son requisitos previos generales respecto de la integridad de sus actividades de calificación crediticia para impedir la injerencia por parte de las autoridades competentes y de otras autoridades públicas de dicho tercer país en el contenido de las calificaciones crediticias (...)».

(36) En este sentido, la exposición de motivos de la propuesta de Reglamento comunitario decía: «La actual crisis ha puesto de manifiesto deficiencias en los métodos y modelos utilizados por las agencias de calificación crediticia. Ello podría quizá explicarse por el hecho de que las agencias de calificación crediticia operan en un mercado oligopolístico que ofrece escasos incentivos para competir sobre la calidad de las calificaciones emitidas. La calidad en ocasiones mediocre de las calificaciones atribuidas a los instrumentos de financiación estructurada ha contribuido considerablemente a la crisis actual».

(37) La consulta pública del ESMA de 2011 se refiere, entre otros, al tema de la promoción de la competencia en el sector y, dentro de él, plantea diversas alternativas, como la emisión de *ratings* por el BCE o los bancos centrales de los estados miembros, la creación de ACC públicas o privadas de ámbito nacional, la creación de una gran ACC pública o privada, o la creación de una red de pequeñas y medianas ACC de ámbito nacional.

(38) Véase SEC (2003: 24), donde se constata la competencia limitada en la industria de calificación crediticia y el consenso sobre los efectos benéficos de una mayor competencia, y sobre la posible entrada de ACC especializadas en sectores industriales o financieros.

(39) Las letras b) y c) del apartado 3 del art. 6 precisan dichas condiciones: «b) la agencia de calificación crediticia ha aplicado medidas y procedimientos, en particular mecanismos de control interno, medidas en materia de notificación y medidas que garanticen la independencia de los analistas de calificaciones y de las personas que aprueban las calificaciones crediticias, garantizándose así el cumplimiento efectivo de los objetivos del presente Reglamento, y c) el tamaño de la agencia de calificación crediticia no ha sido determinado con el propósito de que una agencia o un grupo de agencias pueda eludir el cumplimiento de los requisitos del presente Reglamento por una agencia de calificación crediticia o un grupo de agencias de calificación crediticia».

(40) Ver el Informe de OICV / IOSCO antes citado (págs. 8 y 9).

(41) Ver apartado III (páginas 7 y 8) del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

(42) Véase SEC, «Testimony» (2 de abril, 2003) cit, p. 5, apartado 4, y SEC (2003: 44), donde se examinan si las alegaciones de prácticas restrictivas de la competencia por las tres grandes ACC estaban justificadas. Cfr. Comisión Europea (2008: parte II, pregunta 5, pág. 6), donde se contesta a qué es el *notching* y cómo debe combatirse, señalando, en concreto, que el Reglamento comunitario pro-

híbe a las ACC negarse a realizar una calificación crediticia so pretexto de que debe emplear calificaciones colaterales emitidas por otra agencia de calificación crediticia.

(43) Véase TAPIA HERMIDA (2010: 9 y ss.)

(44) A estos efectos, es interesante destacar que el Juzgado de Instrucción n.º 2 de la Audiencia Nacional, en un auto de 30 de agosto de 2011, archivó la querrela presentada por un grupo de abogados contra las tres grandes ACC al considerar —acogiendo los argumentos de la Fiscalía Anticorrupción— que no existen indicios de alteración de precios en el mercado bursátil ni utilización de información privilegiada. Los querellantes han recurrido este archivo (véase *Noticias Aranzadi.es* 19.09.2011).

(45) Los códigos de conducta de las grandes ACC circunscriben las calificaciones al riesgo de crédito, sin extenderlas a otro tipo de riesgos próximos, como las pérdidas derivadas de cambios en los tipos de interés o de otras circunstancias del mercado. Asimismo, dejan constancia expresa de que sus calificaciones «no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener cualquier valor ni se pronuncian sobre la adecuación del precio de mercado, la adecuación de un valor para un inversor particular, o la exoneración fiscal de los pagos derivados de cualquier valor» (apartados 4.3 y 4.6 de FITCH RATINGS, 2009). En este sentido, recordemos que el considerando 10 de la Directiva 2004/125/CE establece que las calificaciones de solvencia no son recomendaciones de inversión.

(46) Véanse las STC 6/1981, 12/1982, 104/1986, 219/1992, 240/1992, etc. Además, recordemos que nuestro TC tiene declarado que la responsabilidad civil subsidiaria de autores, directores y editores no es contraria al art. 20 de la CE (STC 171/1990 y 240/1992).

(47) En este sentido, la SEC (2003: 18) enumera las negligencias en que incurrieron las ACC en el escándalo ENRON, refiriéndolas a las conductas de no requerir información suficiente para realizar las calificaciones, aceptar pasivamente la información de los directivos de la compañía, ignorar las señales de alarma, no prestar la atención suficiente a la salud financiera a largo plazo y no investigar las estructuras financieras complejas. En la p. 32 de este informe, la SEC insiste en las negligencias de las ACC consistentes en el examen insuficiente de los estados financieros y de las prácticas contables «agresivas».

(48) Por ello, no resulta extraño que una parte de aquellas medidas, concretamente, las del apartado 3, se identifique bajo el título de «responsabilidades de la ACC ante el público inversor y los emisores».

(49) Por ejemplo, los deberes de actuación honesta, íntegra y de buena fe que se contienen en las medidas 1.12 y 1.13 del Código.

(50) Ver la medida 1.11 del Código.

(51) Ver las medidas 1.15 y 1.16 del Código.

(52) A estos efectos, recordemos que el párrafo 5.º del apartado 2 de la sección A, sobre «requisitos de organización» del anexo I, dedicado a la «independencia e inexistencia de conflicto de intereses» establece: «La mayoría de los miembros del consejo de administración o de supervisión, incluidos sus miembros independientes, poseerán suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros. Siempre que una agencia de calificación crediticia emita calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo tendrán extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de instrumentos de financiación estructurada». Ver, en general, los capítulos V y VI de nuestra monografía sobre *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de Rating*, antes citada, págs. 163 y ss. La consulta pública del ESMA de 2011 trata, entre otros temas, de la responsabilidad civil de las ACC y, dentro de él, de la responsabilidad por incumplimiento doloso o culposo del Reglamento (CE) n.º 1060/2009.

(53) Para una exposición detallada de las «medidas de gobierno corporativo» y de las «medidas de organización del trabajo» en las

ACC, ver nuestra monografía sobre *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de Rating*, antes citada, págs. 168 y ss.

(54) Cfr. art. 1903 del Código Civil español cuando establece, a efectos de la responsabilidad extracontractual: «Lo son igualmente (responsables) los dueños o directores de un establecimiento o empresa de los perjuicios causados por sus dependientes en el servicio de los ramos en que los tuvieran empleados, o con ocasión de sus funciones».

(55) Así en MOODY'S INVESTOR SERVICE (2008, apartado I: 4), se describe la estructura organizativa del grupo en la que está integrada y define a MIS como Moody's Investors Services Inc. y sus filiales o entidades asociadas cuyos Servicios de calificación crediticia están bajo su control operativo, y a MCO como Moody's Corporation, la sociedad cotizada y sus filiales, entre las que se encuentra MIS. También puede consultarse el apartado dedicado a la «separación operativa y legal» de STANDARD & POOR'S (2008: 14), donde se describe la relación de la matriz del grupo McGraw Hill Companies Inc. con los servicios de calificación crediticia que, con la marca de S&P, actúan en múltiples localizaciones.

(56) La consulta pública del ESMA de 2011 trata, entre otros temas, de la responsabilidad civil de las ACC y, dentro de ella, de la problemática de los distintos regímenes europeos.

(57) Véanse las sentencias de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 5 de octubre de 1998 (RJ 1998/8367) y de 9 de mayo de 1984 (RJ 1984/2403).

(58) Véase la sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 31 de mayo de 2000 (RJ 2000/5089).

(59) Véase el estudio TAPIA HERMIDA (2011: 9 y ss.)

(60) La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en su disposición final 5.ª, n. 30, ya había añadido una nueva disposición adicional 20.ª a la LMV que identificaba a la CNMV como la autoridad competente en España a los efectos del Reglamento 1060/2009/CE.

(61) En este sentido, el considerando 2 del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 hace referencia a la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.

(62) Véase su informe citado, págs. 10 y 11. Cfr. SEC, «Testimony concerning rating the rating agencies. The state of transparency and competition» (2 de abril de 2003: 4), sobre «potential conflicts of interest» donde identifica dos fuentes principales de tales conflictos: el pago de las calificaciones por los emisores calificados y la prestación de servicios accesorios remunerados por las agencias de calificación crediticia.

(63) Así, el tercer párrafo del apartado 4 de la sección A del anexo I establece: «Las agencias de calificación crediticia aplicarán y mantendrán procedimientos de adopción de decisiones y estructuras organizativas que especifiquen de forma clara y documentada los canales de información y asigne funciones y responsabilidades».

(64) Ver, en este sentido, el apartado 7 de la sección B del anexo I.

(65) Véase nuestra obra *Derecho del Mercado de Valores*, 2ª ed., Barcelona 2003: 317 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2009), «Dictamen del Banco Central Europeo de 21 de abril de 2009 acerca de una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia» (CON/2009/38) (2009/C 115/01) (DOUE de 20.5.2009, C 115/1 y ss.

— (2009a), «Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política», en *Boletín Mensual BCE*, mayo: 119 y ss.

CHAMPSAUR, A. (2005), *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*, Harvard Law School.

COFFEE JR., J.C. (2006), «Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance», Oxford.

— (2006a), «Fracaso y reforma del «gatekeeper»: El reto de hacer las reformas pendientes», en Rodríguez Artigas y Otros (dirs.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. I, Thomson/Aranzadi, Cizur Menor: 185 y ss.

COMISIÓN EUROPEA (2008), «Credit rating agencies: frequently asked questions», memo/08/691, Bruselas, 12 de noviembre.

— (2010), «Commission proposes improved EU supervision of Credit Rating Agencies and launches debate on corporate governance in financial institutions», IP/10/656, Bruselas, 2 de junio.

— (2010a), «Improving EU supervision of credit rating agencies- frequently asked questions», memo/10/230, Bruselas, 3 de junio.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2011), «Clausura del Seminario sobre Agencias de Rating organizado por la CNMV» discurso del presidente, 20 de septiembre, en página web de la CNMV.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR) (2009), «Fact finding exercise of the use in the European Union of ratings issued by third countries CRAs», 3 de julio.

— (2009a), «CRAs Central Repository. Consultation Paper», 9 de julio.

FERNÁNDEZ ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. (2006), «Reflexiones acerca del papel de los controles externos sobre el gobierno corporativo de la sociedad cotizada y en Derecho preventivo de las crisis empresariales», en *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales: II Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil*, Madrid: 62 y ss.

FITCH RATINGS (2009), «Fitch Ratings Code of Conduct».

GARCÍA ALCUBILLA, R. (2010), «Agencias de rating: Regulación, supervisión y tendencias. Regulación en Europa», en Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, *Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica*, Madrid: 241 y ss.

GARCÍA ALCUBILLA, R. y RUIZ DEL POZO, F. J. (2008), «Agencias de rating: el debate sobre la futura legislación europea», en *Boletín de la CNMV*. Trimestre III: 97 y ss.

— (2009), «Agencias de rating: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo», en *Boletín de la CNMV*. Trimestre II: 123 y ss.

HILL, C. A. (2004), «Regulating the rating agencies», *Washington University Law Quarterly*, vol. 82:43. Georgetown University Law Center, Business, Economics and Regulatory Policy, *Working Paper no.452022*: 43 y ss.

HUNT, J. P., *Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and Proposal of Improvement*, Berkeley Centre for Law Business and Economy, Copia electrónica disponible en <http://ssrn.com/abstract=1267675>: 1 y ss.

LAROISIÈRE, Jacques, de (2009), *Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la Unión Europea* (The High Level Group on Financial Supervision in the EU), Comisión Europea, Bruselas, 25 de febrero (Informe Larosièrre).

LOSADA LÓPEZ, R. (2009), «Agencias de rating»: hacia una nueva regulación», CNMV, *Monografía n.º 34*, enero.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (2008), «Moody's Investors Service Code of Professional Conduct», noviembre.

PIQUEMAL, A. (2009), «Les agences de notation», en *Euredia, Revue Européenne de Droit Bancaire & Financier/ European Banking & Financial Law Journal*, 1: 139 y ss.

- RESTOY, F. (2008), «Lecciones para la regulación y la supervisión financieras», en Analistas Financieros Internacionales (eds.), *La crisis financiera: Su impacto y la respuesta de las autoridades*, Madrid: 41 y ss.
- (2009), «Las reformas regulatorias tras la crisis financiera», (Intervención de Fernando Restoy, Vicepresidente de la CNMV, en el Seminario UIMP-APIE, Santander, 19 de junio, CNMV.
- SEC (2003), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets* (Special Study, 24 de enero)».
- STANDARD & POOR'S (2008), «Standard & Poor's Rating Services Code of Conduct», diciembre.
- TAPIA HERMIDA, A. J. (2005), «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales», en la *RDBB* n.º 100, octubre-diciembre: 9 y ss.
- (2005a), «Código de fundamentos de conducta para las agencias de calificación crediticia» del IOSCO/OICV (traducción) en la *RDBB* número 100, octubre-diciembre: 209 y ss.
- (2006), «Comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2005 sobre las agencias de calificación crediticia», en la *RDBB* número 102: 267 y ss.
- (2007), «La transparencia de la solvencia de las sociedades cotizadas: el derecho de información de sus socios y el papel de las agencias de calificación crediticia», publicado como E-Print del Departamento de Derecho Mercantil en la página web de la Biblioteca de la Universidad Complutense de Madrid, documento 2007/13, julio.
- (2007a), «Iniciativas parlamentarias en los EE.UU. sobre el papel de las agencias de calificación crediticia en la reciente crisis hipotecaria», en la *RDBB* n.º 107: 295 y ss.
- (2008), «Propuesta de Directiva o Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre agencias de calificación crediticia», en la *RDBB* n.º 112: 194 y ss.
- (2009), «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating»)», en la *RDBB* n.º 116: 306 y ss.
- (2010), «La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating»)», en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 7: 9 y ss.
- (2010a), «La nueva regulación de las agencias de calificación crediticia en los EE.UU.», *RDBB* n.º 119: 344 y ss.
- (2010b), «Los principios del Consejo de Estabilidad Financiera para reducir la dependencia de los intermediarios financieros en las calificaciones de las agencias de calificación crediticia (agencias de rating)», en la *RDBB* n.º 120: 278 y ss.
- (2010c), *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de rating*, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor.
- (2011), «Proyecto de Ley sobre agencias de calificación crediticia (agencias de rating)», en la *RDBB* n.º 121: 256 y ss.
- (2011a), «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en la *RDBB* n.º 121.
- (2011b), «Novedades en la regulación comunitaria y española sobre las agencias de calificación crediticia (agencias de rating)», en la *RDBB* n.º 123: 295 y ss.

El futuro de la regulación europea de las agencias de calificación crediticia (1)

Raúl Saugar Álvarez

I. ANTECEDENTES

A lo largo de las últimas décadas la creciente expansión del número de emisores, el papel cada vez más relevante de los inversores institucionales y la aparición en los mercados de valores e instrumentos financieros cada vez más complejos, han supuesto un aumento notable de las necesidades de evaluación de riesgos y, en consecuencia, de la importancia del papel de las agencias de calificación crediticia que se han constituido en actores clave para el correcto funcionamiento del sistema financiero internacional como motor de la economía y el crecimiento.

Desde finales del siglo pasado, y de forma mucho más aguda desde los primeros momentos de la crisis financiera global en 2007, el papel de las agencias ha sido cuestionado desde diferentes ámbitos, sociedad civil, supervisores, reguladores e incluso desde algunos de los principales actores en los mercados financieros. En ese sentido, la asunción acrítica de las calificaciones por parte de sus usuarios, la creciente complejidad e innovación de los instrumentos financieros y los procesos y métodos de calificación empleados por las agencias han sido señalados como aspectos clave a mejorar. Adicionalmente, la interrelación actual de los mercados financieros se ha constituido en un elemento amplificador de cualquier disfunción. Tampoco la estructura de mercado de las agencias parece haber contribuido a mejorar las calificaciones crediticias como piedra angular de las decisiones de inversión y financiación. La estructura del sector se caracteriza por la existencia de tres grandes agencias dominantes que operan a nivel global, Standard & Poor's, Moody's Investors Service and Fitch Ratings (2), agencias que suman en torno al 95 por 100 de cuota de mercado, emiten el 97 por 100 de las calificaciones y suman el 98 por 100 de los ingresos por calificaciones. Con alguna excepción de mediano tamaño, el resto de agencias tienen implantación local emitiendo calificaciones para propó-

sitos especializados o generales pero con una influencia marginal en los mercados.

Si bien todos estos elementos parecen haber jugado un papel importante en el deterioro de la función e imagen de las agencias, es muy probablemente esa concepción de piedra angular de las decisiones la que ha resultado en cierta medida problemática, en tanto que ha hecho depender de las calificaciones buena parte de la estabilidad del sistema financiero internacional.

A pesar de la importancia creciente de las agencias y de la constatación de los factores señalados, en 2007 la mayoría de los Estados no había regulado las actividades de estas agencias ni las condiciones de emisión de sus calificaciones. Más concretamente, en la Unión Europea tampoco las agencias se hallaban sujetas al Derecho comunitario más allá de determinados ámbitos: legislación sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado y algunos aspectos de la regulación de requerimientos de capital de entidades de crédito y empresas de inversión, fundamentalmente. No fue hasta la aprobación del Reglamento 1060/2009/CE (3) del Parlamento Europeo y el Consejo, cuando se introdujo por primera vez en la Unión una regulación de las agencias. La iniciativa, surgida de la Comisión Europea, estableció normas para garantizar que todas las calificaciones crediticias utilizadas con fines regulatorios por entidades financieras de la Unión Europea fueran de adecuada calidad y fuesen emitidas por agencias de calificación crediticia sujetas a requisitos estrictos.

Efectivamente, el Reglamento 1060/2009/CE (Reglamento ACC, en adelante) reguló por primera vez algunos aspectos de la actuación de las agencias de calificación, introduciendo normas de conducta al objeto de reducir los potenciales conflictos de interés e incrementar la transparencia de los procesos de calificación. Como objetivo último, se planteaba el aumento de la

calidad de las calificaciones, al tener asignada dichas calificaciones una función esencial dentro de nuestro sistema financiero: constituyen opiniones sobre la solvencia de entidades y estados, así como sobre un amplio abanico de instrumentos de deuda complejos. En ese sentido, facilitan la toma de decisiones por parte de los inversores, que vienen confiando en dichas calificaciones en función del riesgo que están dispuestos a asumir.

Posteriormente, la aprobación del paquete de supervisión europea (4), que implicó la creación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), permitió otorgar a la nueva agencia europea importantes funciones en relación con las agencias de calificación. En consecuencia, fue preciso modificar el Reglamento 1060/2009/CE (5) para otorgar a la nueva autoridad los poderes exclusivos de supervisión a escala europea, fortaleciendo, simplificando y haciendo más eficiente la función supervisora de las agencias como entidades de dimensión transnacional. Se le atribuyeron poderes de investigación, la posibilidad de requerir información y de realizar inspecciones presenciales en cooperación con los supervisores nacionales (6), así como poderes de registro *in situ* de las agencias. Estas funciones se vieron complementadas por la capacidad de imponer sanciones administrativas, que garantiza la eficacia de la labor supervisora.

Sin embargo, la evolución reciente de los mercados parece demostrar que la regulación de agencias de calificación resulta insuficiente para afrontar algunos de los problemas que la actuación de este tipo de actores viene planteando. Así lo considera la Comisión Europea como institución responsable de la iniciativa legislativa en la Unión, al constatar que surgen cada vez más dudas sobre la calidad de las calificaciones y, en último extremo, sobre si el papel de las agencias de calificación, fundamental para la estabilidad del sistema financiero, se está desempeñando correctamente. Por ello, a lo largo de 2010 y 2011 se ha venido produciendo un debate a escala internacional (7) y de la Unión Europea, que trata de encontrar solución a los problemas que la actuación de las agencias de calificación genera en los mercados financieros. Así, la Comisión Europea publicó un documento de consulta (8) a fin de orientar una futura propuesta de regulación. Finalmente, el pasado mes de diciembre la Comisión Europea presentó su propuesta de Reglamento dentro de un conjunto de iniciativas legislativas que tendrán que ser negociadas durante los próximos meses en el Consejo y el Parlamento Europeo (9).

Los principales problemas identificados y que intenta corregir la propuesta de la Comisión son los siguientes:

1) La excesiva dependencia de las calificaciones crediticias externas, con reacciones automáticas por parte

de los agentes que operan en los mercados ante una variación en las calificaciones, que favorece la prociclicidad y el llamado «efecto acantilado» en los mercados de capitales.

2) La situación de conflicto de intereses derivada del modelo «emisor paga», de la estructura de propiedad y de la permanencia excesiva de una agencia al servicio de un mismo cliente, lo que puede comprometer la independencia de las agencias.

3) La falta de solidez de los métodos y procesos de calificación crediticia.

4) La concentración existente en el mercado de calificación crediticia, unida a las barreras de entrada a éste, que ha conducido a una falta de comparabilidad, limitando las posibilidades de elección y la competencia en el mercado, y en último lugar, la calidad de las calificaciones.

5) La ausencia de recursos en manos de los usuarios de calificaciones afectados por calificaciones inexactas.

6) El insuficiente nivel de objetividad y transparencia aplicado en el proceso de la calificación de la deuda soberana de los estados, que ha provocado, junto a la excesiva dependencia del punto 1), el efecto acantilado y el efecto contagio.

No obstante, la iniciativa de la Comisión Europea no es una medida aislada. La necesidad de coordinación internacional en esta materia es más evidente si cabe, que en otros ámbitos de la regulación financiera. No debe perderse de vista que probablemente la principal característica de las agencias de calificación es la absoluta permeabilidad de las actuaciones de las agencias a las fronteras nacionales (o incluso a las de entidades supranacionales como la Unión Europea). De esta manera, las normativas de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón pretenden concretar los principios identificados por el Financial Stability Board (10), que han sido suscritos por el G-20. Es también evidente que en ese mismo plano europeo e internacional la función del derecho como marco necesario para encauzar la actuación de las agencias de calificación garantizando que cumplan con su función de manera idónea, eficaz y eficiente, se convierte en imprescindible, en tanto que, como señalábamos más arriba, la profunda interrelación hace cada vez más difícilmente separable la estabilidad financiera de Estados o grupos de Estados y la del conjunto del sistema financiero internacional.

En definitiva, la regulación propuesta por la Comisión Europea trata de reforzar la estabilidad financiera garantizando la confianza de los inversores, y de los demás participantes en los mercados, en la solidez de los mer-

cados financieros y en la fiabilidad de las calificaciones; se trata de asegurar que la función de las agencias se cumple adecuadamente para garantizar que el papel del sistema financiero como motor de la economía real, del crecimiento y de la creación de empleo se realiza correctamente.

Pasaremos a continuación a analizar las principales medidas propuestas por la Comisión Europea para eliminar o mitigar los problemas y efectos negativos anteriormente enumerados. Posteriormente, haremos también una breve mención comparativa a la regulación vigente en Estados Unidos.

II. CONTENIDO DE LAS INICIATIVAS LEGISLATIVAS DE LA COMISIÓN

Veamos brevemente los problemas que anteriormente señalábamos y las soluciones que la Comisión Europea ha planteado en sus propuestas:

1. Excesiva dependencia de las calificaciones

La confianza mecánica en calificaciones externas ha conducido en ocasiones al llamado «comportamiento gregario», por el que los agentes, en lugar de llevar a cabo una evaluación interna de los riesgos, toman decisiones, de manera sistemática y errónea, en función de decisiones tomadas a su vez por otros inversores provocando burbujas o espirales de caída en los precios de los activos. Adicionalmente, desde el inicio de la crisis este comportamiento ha generado efectos muy negativos sobre la deuda de los Estados provocando tensiones sobre la estabilidad financiera de esos mismos Estados, del conjunto de la Unión Europea y de la economía internacional.

El Reglamento ACC, aprobado en 2009, requería que la Comisión Europea evaluase el grado de dependencia de las calificaciones emitidas por agencias en la Unión. Dicha previsión respondía esencialmente a la preocupación aparecida durante la crisis financiera en el sentido de que un exceso de dependencia conlleva mayores probabilidades de efectos contagio y, por tanto, de inestabilidad financiera a nivel global. Por su parte, el Financial Stability Board también ha identificado este problema y ha elaborado en consecuencia, tal y como hemos mencionado más arriba, unos principios para reducir la dependencia en las calificaciones emitidas por las agencias de calificación (11).

Esa dependencia de las calificaciones externas puede ser doble: por un lado, la disponibilidad de calificaciones externas desincentiva a las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión para realizar sus propias evaluaciones de riesgo; por otro, la legislación

impone, en ocasiones, la obligación de utilizar las calificaciones externas como base para determinar las obligaciones de entidades, especialmente en lo que se refiere a los requerimientos de recursos propios. Sucesivas propuestas normativas presentadas por la Comisión se dirigen a disminuir la dependencia en sus dos sentidos.

En primer lugar cabe aludir, dentro de la regulación prudencial, a la primera reforma de la Directiva de Requerimientos de Capital (12) (CRD-II) que dio un primer paso para reducir el primer tipo de dependencia, obligando a las entidades a realizar un conjunto de análisis detallados de sus inversiones en titulizaciones (artículo 122a).

Por su parte, la tercera reforma de la mencionada directiva (CRD-IV) (13), actualmente en negociación, aborda ambos tipos de dependencia. En efecto, en lo que a la determinación de los recursos propios se refiere, se incentiva el uso del método de modelos internos indicándose que las autoridades competentes deberán velar porque las entidades adopten dicho enfoque cuando sus exposiciones sean significativas en términos absolutos y cuando tengan simultáneamente una multitud de contrapartes significativas. De aprobarse finalmente esta medida, ello supondrá una mayor extensión del método de modelos internos y por ello una reducción del uso del método basado en calificaciones externas.

Adicionalmente, la propuesta de la Comisión exige a las entidades que dispongan de métodos internos que les permitan evaluar el riesgo de sus exposiciones, y que dichos métodos no se basen única o mecánicamente en calificaciones externas. Dichos métodos se utilizarán para comparar los obtenidos por las calificaciones externas, cuando éstas estén disponibles, y ajustar en consecuencia sus recursos propios. Con todo ello, se pretende trasladar a la legislación de la Unión los principios del FSB antes aludidos.

En segundo lugar, la propuesta de reglamento de modificación del Reglamento ACC (14), presentada por la Comisión, incluye una serie de medidas adicionales para reducir la dependencia de las calificaciones. Veamos las principales.

1) *Dependencia excesiva de las entidades financieras con respecto a las calificaciones crediticias.* Las entidades financieras sometidas a regulación armonizada en la Unión Europea, esto es, las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y de reaseguros, los fondos de pensiones de empleo, las sociedades de gestión e inversión, los gestores de fondos de inversión alternativos y las entidades de contrapartida central, deberán realizar su propia evaluación del riesgo de crédito, y no utilizar de forma exclusiva o mecánica las calificaciones crediticias para evaluar la

calidad crediticia de una entidad o un instrumento financiero. Las autoridades competentes encargadas de supervisar a estas empresas comprobarán atentamente la adecuación de los procesos de evaluación interna de riesgos crediticios de las empresas.

2) *Utilización de las calificaciones crediticias por las autoridades europeas de supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico.* La Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y ESMA no se referirán a las calificaciones crediticias en sus directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas cuando dichas referencias puedan dar lugar a que las autoridades competentes o los participantes en los mercados financieros se basen mecánicamente en las calificaciones crediticias. En consecuencia, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados revisarán, y en su caso eliminarán, todas las referencias a las calificaciones crediticias que figuren en las directrices y recomendaciones existentes, a más tardar, el 31 de diciembre de 2013. A su vez, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) no se referirá a las calificaciones crediticias en sus avisos y recomendaciones cuando dichas referencias puedan dar lugar a una utilización mecánica de las calificaciones crediticias.

3) *Información sobre los instrumentos de financiación estructurada.* La propuesta de Reglamento prevé, de manera análoga a como se recoge en el artículo 122a de la Directiva de Requerimientos de Capital, que los emisores, las entidades originadoras y las entidades patrocinadoras de titulizaciones establecidos en la Unión deberán comunicar al público la información sobre la calidad crediticia y la evolución de cada uno de los activos subyacentes de dicho instrumento, la estructura de la operación de titulización, los flujos de tesorería y las garantías reales que, en su caso, respalden una exposición de titulización, así como cuanta información resulte necesaria para realizar pruebas de resistencia minuciosas y documentadas respecto de los flujos de tesorería y el valor de las garantías reales que respaldan las exposiciones subyacentes.

Por su parte, ESMA creará una página web para la publicación de la información sobre los instrumentos de financiación estructurada. Todo ello con el objetivo esencial de favorecer que las entidades cuenten con información suficiente para evaluar por ellas mismas los riesgos crediticios inherentes a estos productos.

4) *Doble calificación crediticia de los instrumentos de financiación estructurada.* La propuesta contempla que en los casos, en que un emisor o un tercero vinculado se proponga solicitar la calificación crediticia de una titulización, recurrirá al menos a dos agencias de calificación. Cada agencia presentará su propia calificación

independiente. Las agencias de calificación crediticia a las que recurra un emisor o terceros vinculados deberán cumplir las condiciones siguientes:

a) no pertenecerán al mismo grupo de agencias de calificación crediticia;

b) ninguna de las agencias de calificación crediticia será accionista o socio de cualquiera de las demás agencias de calificación crediticia;

c) ninguna de las agencias tendrá el derecho o la facultad de ejercer derechos de voto en ninguna de las demás agencias de calificación crediticia;

d) ninguna de las agencias tendrá el derecho o la facultad de nombrar o destituir a los miembros del órgano de administración, de dirección o de supervisión de las demás agencias de calificación crediticia;

e) ninguno de los miembros de su órgano de administración, de dirección o de supervisión será miembro del órgano de administración, de dirección o de supervisión de cualquiera de las demás agencias de calificación crediticia;

f) ninguna de las agencias de calificación crediticia tendrá la facultad de ejercer, ni ejercerá de forma efectiva, una influencia dominante o control sobre cualquiera de las demás agencias de calificación crediticia.

Finalmente, la Comisión ha presentado sendas propuestas de *modificación de la Directiva de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y de la Directiva de gestores de fondos alternativos para reducir, en el ámbito de la inversión colectiva, la utilización mecánica de las calificaciones*. Así, a la hora de evaluar la solvencia de los activos que forman parte de los fondos, tradicionales en un caso y alternativos en el otro, las calificaciones crediticias emitidas por las agencias serán un factor más de evaluación, pero no el único criterio a utilizar (15).

2. Potenciales conflictos de interés

Un segundo problema identificado por la Comisión es el de los posibles conflictos de interés que condicionan a las agencias de calificación a la hora de emitir sus calificaciones, perjudicando su calidad. El modelo de retribución de las agencias, en el que «el emisor paga», la estructura de propiedad y la prolongación excesiva de la relación comercial entre emisores y agencias aparecen como las principales fuentes potenciales de conflictos de interés. En ese sentido, el reforzamiento de la independencia de las agencias de calificación de los usuarios y de los propietarios se considera un objetivo clave para reducir tales conflictos.

En primer lugar, se ha detectado como fuente de potencial conflicto de interés el modelo de remuneración prevalente, según el cual es el emisor quien solicita y paga por la calificación de sus instrumentos. Este modelo facilita que los grandes emisores puedan recibir calificaciones infladas por la alineación de los intereses del emisor y de la agencia, es decir, que los emisores obtengan una calificación elevada para una mejor colocación de los instrumentos en el mercado y las agencias no encuentren obstáculo a inflar las calificaciones para aumentar su cuota de negocio. A pesar de que el Reglamento ACC incluyó medidas para evitar tales conflictos, como el incremento de la transparencia, la separación entre el interés de los analistas y la fijación de las remuneraciones o la obligación de rotación interna del personal que lleva a cabo los análisis, a juicio de la Comisión tales medidas parecen ser insuficientes. Hemos de añadir que el modelo según el cual es el emisor quien paga lleva aparejado un potencial efecto negativo adicional, conocido como *lock-in effect* que produce una quiebra inmediata de la confianza de los inversores en caso de cambio de una agencia a otra por parte de un emisor.

En segundo lugar la Comisión ha detectado riesgos de conflicto de interés en relación con la estructura accionarial de las agencias. Entre otros supuestos, tanto en el caso en el que las agencias evalúan a sus accionistas de control como cuando éstos toman decisiones de inversión en entidades calificadas por tales agencias, o incluso cuando grupos de inversores poseen participaciones significativas en más de una agencia, pueden darse influencias en interés ajeno al de la calidad de la calificación.

Ante estos problemas, la propuesta de Reglamento contiene una serie de medidas que pasamos a enunciar

— En primer lugar, en relación con los conflictos de interés relacionados con inversiones en agencias de calificación de crédito, se prohíbe que los accionistas o socios que tengan al menos un 5 por 100 del capital o de los derechos de voto de una agencia posean un porcentaje similar en otra agencia de calificación de distinto grupo, o bien sean miembros o tengan la facultad de nombrar o destituir a los miembros del órgano de administración, de dirección o de supervisión, o tengan la facultad de ejercer control o influencia dominante sobre cualquier otra agencia de distinto grupo.

— En segundo lugar, se introduce una norma de rotación o de duración máxima de la relación contractual con una agencia de calificación crediticia, conforme a la cual ésta califique al propio emisor o a sus instrumentos de deuda. La norma no se extiende a las calificaciones de deuda soberana.

En caso de emisión de calificaciones crediticias sobre ese emisor, el período no podrá ser de más de tres años.

En caso de instrumentos de deuda de ese emisor, la propuesta contempla que se aplicarán las siguientes normas:

a) Cuando las calificaciones crediticias se emitan durante un período superior a un período inicial de doce meses, pero inferior a tres años, la agencia dejará de emitir calificaciones crediticias sobre dichos instrumentos de deuda a partir del momento en que haya calificado diez instrumentos de deuda.

b) Cuando se hayan emitido al menos diez calificaciones crediticias en un período inicial de doce meses, la agencia dejará de emitir calificaciones crediticias sobre dichos instrumentos de deuda tras la finalización de ese período.

c) Cuando se hayan emitido menos de diez calificaciones crediticias, la agencia dejará de emitir calificaciones crediticias sobre dichos instrumentos de deuda cuando haya transcurrido un período de tres años.

Finalmente, cabe destacar que si un emisor ha suscrito un contrato con el mismo objeto con más de una agencia de calificación, las limitaciones previstas sólo se aplicarán a una de estas agencias, si bien ninguna de estas agencias podrá mantener con el emisor una relación contractual de una duración superior a seis años. La agencia de calificación no deberá celebrar un contrato para la emisión de calificaciones crediticias sobre el emisor o sus instrumentos de deuda durante un período de cuatro años a partir del momento en que finalice el período máximo de relación contractual.

Por último, se establece que cuando, tras la finalización del período máximo de relación contractual, una agencia de calificación sea sustituida por otra, la agencia saliente facilitará a la agencia entrante un expediente de transmisión, que incluirá la información pertinente sobre la entidad calificada y los instrumentos de deuda calificados que pueda ser razonablemente necesaria para garantizar la comparabilidad con las calificaciones emitidas por la agencia saliente.

Adicionalmente se imponen otras restricciones:

— Se establecen normas adicionales relativas a la rotación interna del personal de una agencia. Ningún miembro de éste podrá participar en la calificación de una misma entidad durante más de cuatro años. También se incluyen normas de rotación interna para calificaciones no solicitadas o de deuda soberana.

— Asimismo, se establecen normas que impiden la calificación cuando existan otros conflictos de intereses reales o potenciales por la implicación de personas que posean más del 10 por 100 del capital de una entidad o de sus derechos de voto, o que puedan tener una

determinada influencia, como por ejemplo la derivada de inversiones o presencia en el Consejo de Administración de la entidad calificada; tampoco podrán aquellas personas que posean al menos el 5 por 100 del capital o derechos de voto de una agencia prestar determinados servicios de consultoría o asesoramiento de las entidades calificadas.

Por último, resulta preciso señalar que, si bien se ha estudiado el cambio de modelo de retribución a un modelo en el que o bien el que paga es el inversor, o bien es el intermediario, o incluso a un modelo de utilidad pública, la Comisión Europea descarta en principio tales cambios, en tanto que no los considera desprovistos de conflicto de interés y sí bastante costosos. Se entiende que las medidas descritas anteriormente serán suficientes para eliminar los efectos negativos del modelo prevalente en la actualidad. En todo caso, la Comisión deberá presentar un informe al Parlamento y el Consejo sobre esta cuestión antes del 7 de diciembre de 2012.

3. Métodos y procesos de calificación poco sólidos

Como tercer área de actuación, muy vinculada con la anterior, según la Comisión Europea, resulta preciso reforzar la calidad de las calificaciones fortaleciendo también los métodos y procesos de calificación.

En la actualidad, la Comisión ha detectado una falta de transparencia en las metodologías aplicadas por las agencias, con el consiguiente impacto en términos de estabilidad del mercado. Esa opacidad parece especialmente relevante si tenemos en cuenta las diferencias existentes entre la información facilitada sobre los criterios de calificación en el caso de instrumentos estructurados y otro tipo de activos. Tanto los cambios de metodologías, insuficientemente explicados y comprendidos, como la asimetría de información sobre los presupuestos en los que se basan las metodologías de calificación generan ineficiencias en el sector de las calificaciones.

Adicionalmente, también se han detectado problemas en relación con el tiempo de notificación previa a los emisores de las calificaciones. En las doce horas naturales previas las agencias deben comunicar al emisor su calificación, siendo éste un tiempo manifiestamente insuficiente para comprobar datos complejos y detectar posibles errores fácticos.

Para tratar de atajar tales problemas, la propuesta de la Comisión Europea incluye medidas relativas a la introducción de nuevas metodologías, a la corrección de errores en metodologías ya aplicadas, a la obligación de proporcionar orientaciones sobre las metodologías y a obligaciones de transparencia.

En primer lugar, a la hora de aplicar nuevas metodologías,

- las agencias deberán publicar las modificaciones o nuevas metodologías en su sitio web, explicando, de forma detallada, la motivación y las implicaciones de las modificaciones o de los nuevos métodos proyectados;

- los interesados podrán formular observaciones en un plazo no inferior a un mes;

- una vez concluido el período de consulta, la agencia de calificación crediticia deberá comunicar a ESMA las modificaciones o las nuevas metodologías que se propone adoptar;

- una vez adoptadas, la agencia de calificación crediticia deberá publicar inmediatamente en su sitio web las nuevas metodologías, explicándolas de forma detallada.

En segundo lugar, las agencias tendrán la obligación de corregir los errores detectados, de notificar los errores a ESMA y a las entidades calificadas, y de publicarlos en su sitio web.

En tercer lugar, deberán proporcionar orientaciones sobre las metodologías. Esto ya se venía exigiendo en el Reglamento ACC, pero ahora se amplía la obligación a todas las categorías de activos, no sólo a los productos estructurados. De esta manera, las agencias de calificación crediticia acompañarán la divulgación de metodologías, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones claras y fácilmente comprensibles que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en las calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios críticos efectuadas por la agencia al establecer las calificaciones, información sobre análisis de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, y, en su caso, una indicación de las variaciones previstas de la calificación crediticia.

Finalmente, se imponen obligaciones de información y transparencia:

- Antes de publicar una calificación, las agencias deberán informar a las entidades calificadas de los principales fundamentos en los que se basa una calificación o una perspectiva, y ello durante el horario laboral de la entidad calificada y al menos un día hábil completo antes de la publicación del resultado. Esta obligación de información tiene por objeto que la entidad calificada tenga la posibilidad de indicar cualquier error fáctico a la agencia de calificación crediticia. Con esta ampliación del plazo, se pretende lograr un equilibrio entre el derecho de la entidad a revisar la calificación y el riesgo que exis-

te de que se produzca una conducta susceptible de ser calificada como de abuso de mercado.

— A la hora de publicarlas, las agencias indicarán toda posible especificidad y limitación de las calificaciones crediticias o de las perspectivas de calificación crediticia cuando las divulguen.

— Al anunciar una calificación o una perspectiva de calificación crediticia, las agencias de calificación explicarán en sus comunicados de prensa o en sus informes los elementos fundamentales en que se basa tal calificación o perspectiva.

— Asimismo, divulgarán en su sitio *web*, de forma permanente, información relativa a todas las entidades o instrumentos de deuda que se les someten para su evaluación inicial o para calificación preliminar. Dicha divulgación tendrá lugar independientemente de que los emisores celebren o no un contrato con la agencia de calificación crediticia para una calificación definitiva. La norma no será, por tanto, solamente aplicable a los productos de financiación estructurada.

4. Estructura de mercado oligopolística

Tal y como hemos descrito al principio, la situación de fuerte concentración del mercado de calificaciones puede suponer a juicio de la Comisión Europea un límite tanto para las posibilidades de elección de los emisores como para la comparabilidad de las calificaciones como instrumento fundamental para la toma de decisiones de inversión. La propia estructura oligopolística puede suponer un obstáculo per se para el acceso de nuevas entidades de calificación. La Comisión Europea estima que la ruptura del actual statu quo, mediante una ampliación de la concurrencia competitiva en el sector, supondría no sólo un abaratamiento de las calificaciones para los emisores sino, necesariamente, un aumento de la calidad de éstas. La disciplina de mercado, unida a la transparencia y la comparabilidad de los procesos y de los elementos subyacentes que sirven de base a las calificaciones, harán de los mencionados procesos mecanismos mucho más exigentes y objetivos de lo que son en la actualidad. No obstante, algunos estudios apuntan un resultado inverso en términos de calidad, ya que mayores posibilidades de elección podrían resultar en calificaciones más proclives al emisor que elige a quien le califica (16).

De acuerdo con los datos de la Comisión Europea y de ESMA, el proceso de registro puesto en marcha por el Reglamento ACC no ha supuesto un fuerte cambio en la situación de oligopolio en el mercado. Hasta noviembre de 2011, además de las tres grandes agencias, tan sólo seis agencias pequeñas y medianas se habían registrado, sin que pueda anticiparse si alguna

de ellas tendrá suficiente dimensión, en términos de reputación, territorial o de tipos de activos valorados como para resultar un competidor significativo para las tres grandes agencias. Las dificultades para la eliminación de barreras de entrada han suscitado numerosas voces que abogan por el establecimiento de una agencia de calificación europea.

Si bien su regulación es sumamente incierta y existe amplia controversia entre los distintos actores, un elemento adicional que dificulta la entrada de nuevos actores hasta la fecha es la actual legislación sobre requerimientos de capital que, según la Comisión, exige estar constituida como entidad externa de valoración crediticia (o external credit assessment institutions, ECAI) para poder emitir calificaciones a efectos de la normativa de capital, sin que los requisitos exigibles a las ECAI y a las agencias de calificación registradas según el Reglamento ACC, ni los procedimientos de autorización estén, por el momento, armonizados.

En definitiva, la estructura de mercado actual no hace, a juicio de la Comisión, sino aumentar la dependencia de los inversores respecto de las calificaciones de las agencias dominantes. Ello implica, además de un riesgo de que los agentes tomen decisiones basadas en los mismos criterios de evaluación, unos precios más elevados de lo que lo serían en un mercado más amplio, y pocas posibilidades de cambio por parte de las entidades calificadas. Adicionalmente, las pequeñas y medianas empresas sufren una dificultad añadida en su acceso a los mercados de capital, al resultarles muy costoso contratar a una agencia de calificación.

Todo esto se encontraría afectado adicionalmente por la existencia de barreras de entrada tales como la incapacidad de las agencias entrantes de beneficiarse de las economías de escala y su falta de experiencia en la valoración de instrumentos complejos, la escasa difusión de las evaluaciones, la falta de una reputación consolidada necesaria para atraer clientes (emisores) que ya cuentan con una relación contractual con agencias asentadas y la necesidad de reconocimiento de las ECAI, elementos todos que favorecen la consolidación de una estructura oligopolística en el sector de las calificaciones crediticias.

Esta situación ha determinado que la propuesta de reglamento contemple una serie de medidas relativas a la actual estructura de mercado de calificaciones.

— Se pretende eliminar las diferencias entre las distintas escalas de calificación utilizadas por las agencias. Así, cuando emitan una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia, las agencias de calificación registradas y certificadas deberán comunicar a ESMA información sobre la calificación, incluida la calificación crediticia o la perspectiva de calificación credi-

ticia atribuida al instrumento calificado, así como información sobre el tipo de calificación, el tipo de decisión de calificación, y la fecha y la hora de la publicación. La calificación comunicada se basará en una escala de calificación armonizada contemplada también en la propuesta de reglamento, y que será especificada en normas técnicas. Con toda esta información, ESMA establecerá un índice europeo de calificación crediticia (EURIX), que incluirá todas las calificaciones crediticias comunicadas a ESMA, y un índice de calificación agregado para todo instrumento de deuda calificado. El índice y cada una de las calificaciones se publicarán en el sitio web de ESMA.

Por otra parte, se establece que:

— Para evitar que las comisiones que cobran las agencias obstaculicen a las pequeñas y medianas empresas el acceso a los mercados de capitales, se exige que los honorarios que cobren las agencias por la emisión de calificaciones (y la prestación de servicios auxiliares) no sean discriminatorios y se basen en el coste real, ni dependan del resultado del trabajo realizado. Como se señala en el propio cuerpo de la propuesta, esta nueva disposición tiene también por objeto evitar conflictos de intereses (por ejemplo, las entidades calificadas podrían pagar honorarios más elevados a cambio de calificaciones excesivamente benévolas).

— Como complemento a lo anterior, se impone a las agencias la obligación de comunicar anualmente a ESMA una lista de los honorarios aplicados a cada cliente por las diferentes calificaciones emitidas y por los servicios auxiliares prestados. También se impone a las agencias la obligación de comunicar a ESMA su política de precios, incluidos los criterios para fijar los precios de las calificaciones de las diferentes categorías de activos.

Cabe destacar que, ante la posibilidad de que estas medidas sean insuficientes, la propuesta de reglamento impone a ESMA la obligación de llevar a cabo un seguimiento de la concentración del mercado, y a la Comisión, la preparación de un informe sobre esta cuestión antes de 1 de julio de 2015. No hay que olvidar que, desde la publicación de la consulta pública por parte de la Comisión, se han puesto sobre la mesa opciones que no han sido contempladas en la propuesta. En primer lugar, se ha considerado la posibilidad de crear una red de agencias de calificación pequeñas y medianas, financiadas parcialmente por un programa de la Unión Europea. La red permitiría a estas agencias compartir recursos, de manera que, a largo plazo, pudieran competir con las ya existentes al ser capaces, en su conjunto, de calificar un número significativo de instrumentos, cubrir un área geográfica mayor e ir ganando reputación. Los problemas derivados de la financiación

y de sus potenciales conflictos de interés llevaron a descartar, por el momento, esta posibilidad.

Por el mismo motivo, fue rechazada la opción defendida por algunos estados miembros y por el Parlamento Europeo de crear una agencia de calificación europea financiada con fondos públicos. Sus partidarios defienden que esto podría evitar los problemas derivados del modelo de retribución, ya analizado, en el que el emisor paga y contribuir a la existencia de un mayor número de calificaciones por instrumento.

Por último, hay que señalar que se han analizado otras alternativas, que han sido finalmente rechazadas, como exigir a las agencias que emitieran las calificaciones conjuntamente, a través de un comité de calificación, o imponer un techo a la cuota de mercado que puede acaparar cada agencia.

5. Inadecuado sistema de responsabilidad por calificaciones inexactas

En la medida en que el actual modelo es aquel en que es el emisor quien paga por las calificaciones y los inversores no tienen relación contractual alguna con las agencias, y en tanto la regulación europea de agencias no contiene un régimen de responsabilidad civil específico, cuando un inversor se ve seriamente afectado por una calificación defectuosa y en contravención de la normativa vigente y sufre pérdidas, no existe un régimen de resarcimiento claro en el conjunto de la Unión. Puede decirse incluso que existe una cierta capacidad de elección del foro, o *forum shopping*, en la medida en que algunos estados impiden las reclamaciones extracontractuales.

Para hacer frente a tal situación, la propuesta de reglamento incluye, en este sentido, un nuevo artículo que regula la responsabilidad civil con las siguientes características:

— Si una agencia de calificación crediticia ha cometido, de forma deliberada o por negligencia grave, alguna de las infracciones contempladas en el Reglamento, que afecte a una calificación crediticia en la que un inversor se haya basado al comprar un instrumento calificado, dicho inversor podrá interponer un recurso contra la agencia por los daños que le haya causado.

— Se considerará que una infracción afecta a una calificación crediticia si la calificación emitida por la agencia es diferente de la que habría sido emitida si la agencia no hubiera cometido la infracción.

— Una agencia de calificación crediticia incurrirá en negligencia grave si desatiende gravemente las obligaciones que le impone el presente reglamento.

— Si un inversor establece hechos de los que pueda inferirse que una agencia de calificación ha cometido alguna de las infracciones previstas en el Reglamento, corresponderá a la agencia demostrar que no ha cometido tal infracción o que ésta no afecta a la calificación crediticia emitida.

— La responsabilidad civil no podrá excluirse o limitarse de antemano mediante un acuerdo. Toda cláusula de un acuerdo de este tipo, que excluya o limite de antemano la responsabilidad civil, será nula de pleno derecho.

Con la introducción de este nuevo artículo sobre el resarcimiento de daños, vendría a completarse el esquema de responsabilidad de las agencias. Además de las infracciones administrativas a evaluar por ESMA, puede existir responsabilidad penal si la conducta infractora pudiera subsumirse en un tipo penal en un estado miembro.

6. Nivel de objetividad deficiente en calificaciones de deuda soberana

Por otro lado, los recientes desarrollos han mostrado, según la Comisión, las deficiencias existentes en la calificación de la deuda soberana de los estados. La falta de objetividad, exhaustividad y transparencia son, según la Comisión Europea, algunos de los problemáticos rasgos definitorios del proceso de calificación de la deuda soberana. Las variaciones de calificaciones estatales han provocado con frecuencia el llamado efecto acantilado y el contagio sobre los instrumentos soberanos llegando a afectar en último extremo a otros mercados y al conjunto del sistema financiero.

El primer efecto negativo resulta ser el encarecimiento de la financiación de los estados. La reacción por parte de los mercados a la variación de las calificaciones es asimétrica, observándose que los diferenciales (o *spreads*) de los CDS presentan una mayor sensibilidad a las rebajas de las calificaciones que a las subidas.

En segundo lugar, las calificaciones de deuda soberana tienen un impacto en la calificación de otros tipos de instrumentos emitidos por entidades establecidas en el país, extendiéndose a los mercados de obligaciones y de acciones. En muchas ocasiones, la metodología aplicada por las agencias a la hora de calificar los instrumentos emitidos por entidades privadas considera que la calificación máxima posible de una entidad viene dada por la calificación soberana del Estado. En consecuencia, las dificultades de financiación se han transmitido desde las entidades públicas a las entidades privadas.

En tercer lugar, resulta preciso destacar el efecto contagio que una calificación soberana puede desencadenar en economías vinculadas a la del país calificado, ya que el comportamiento de los actores implicados (entidades financieras, inversores institucionales, etc.) suele generar un efecto acantilado cuando se publica una calificación negativa. Esto explicaría algunas de las tensiones sufridas en los mercados de deuda de la Zona Euro tras los problemas de Grecia.

Todos estos efectos se amplifican debido a una serie de factores, especialmente a aquellos derivados de los requerimientos regulatorios de capital y a las directrices de aceptación de colateral del Banco Central Europeo. Ambos actúan como desencadenantes de órdenes automáticas de venta de títulos de deuda soberana cuando se produce una rebaja en las calificaciones, creando un efecto *spill-over*, o desbordamiento sobre el conjunto de la economía.

A medida que han aumentado las necesidades de calificaciones de deuda soberana durante los últimos años, parece haber aumentado a juicio de la Comisión la falta de coherencia y el grado de subjetividad de las calificaciones que realizan las agencias. En ese sentido, las quejas de muchos estados se dirigen hacia la falta de adecuación de las calificaciones, que no utilizan en ocasiones la información actualizada disponible o no toman en consideración todos los escenarios posibles.

Por último, es preciso aludir a un problema de transparencia, en la medida que, con frecuencia, los emisores soberanos que han sido objeto de calificación no disponen de las variables y metodologías empleadas, ni pueden comprobar adecuadamente la información en que se basan las agencias ni la adecuación del resultado obtenido por estas. En todo caso, la escasez de tiempo de que disponen actualmente (doce horas) parece insuficiente para comprobar la adecuación de datos y conclusiones de las agencias. Finalmente, el momento de publicación de la calificación puede ser otro elemento determinante para la colocación de la deuda emitida.

Ante todos estos problemas señalados por la Comisión Europea en relación con las calificaciones soberanas, la propuesta de reglamento contempla los siguientes elementos:

1) Se establece que las calificaciones soberanas deberán revisarse al menos cada seis meses, en lugar de cada doce como actualmente se contempla. Esto permitiría reducir el efecto acantilado.

2) Cuando una agencia de calificación crediticia emita calificaciones soberanas o perspectivas de calificación conexas, las acompañará de un informe de

investigación detallado en el que se expliquen todas las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres, así como cualquier otro elemento que haya tenido en cuenta al determinar dicha calificación o perspectiva. Este informe deberá ser claro y fácilmente comprensible.

3) Se establece también que el informe de investigación que acompañe a una modificación de la calificación soberana anterior o la perspectiva de calificación crediticia conexas deberá incluir los elementos siguientes:

a) Una evaluación detallada de las modificaciones de las hipótesis cuantitativas que justifiquen el cambio de calificación, así como su ponderación relativa. La evaluación detallada deberá incluir una descripción de los elementos siguientes: renta per cápita, crecimiento del PIB, inflación, saldo presupuestario, saldo exterior, deuda externa, un indicador de desarrollo económico, un indicador de impago y cualquier otro factor que se haya tenido en cuenta. Todo ello deberá completarse con la ponderación relativa de cada factor.

b) Una evaluación detallada de las modificaciones de las hipótesis cualitativas que justifiquen el cambio de calificación, así como su ponderación relativa.

c) Una descripción detallada de los riesgos, límites e incertidumbres relacionados con el cambio de calificación.

d) Un resumen de las actas de reunión del comité calificador que haya decidido el cambio de calificación.

4) Asimismo, se establece que, en caso de que una agencia de calificación crediticia emita calificaciones soberanas o perspectivas de calificación crediticia conexas, únicamente deberá publicarlas después del cierre de los centros de negociación establecidos en la Unión, y al menos una hora antes de su apertura.

5) Por último, se refuerzan las obligaciones relativas a la publicación de un informe de transparencia. Al efecto de poder evaluar en qué medida las agencias destinan recursos a la emisión de calificaciones soberanas, las agencias deberán incluir:

— Estadísticas sobre el personal que destinen a nuevas calificaciones crediticias, a la revisión de calificaciones crediticias, a la evaluación de los métodos o modelos y a cargos de alta dirección, y sobre la asignación de personal a las actividades de calificación con respecto a las diferentes categorías de activos (empresas, financiación estructurada y deuda soberana).

— Información financiera sobre los ingresos de la agencia de calificación crediticia, incluido el volumen de negocios total, diferenciando entre honorarios por servicios de calificación crediticia y honorarios por servicios auxiliares, y una descripción completa de cada uno de estos conceptos, incluidos los ingresos generados por servicios auxiliares prestados a clientes de servicios de calificación crediticia y la asignación de honorarios a la calificación de diferentes categorías de activos. La información sobre el volumen de negocios total deberá incluir también una distribución geográfica de dicho volumen entre los ingresos generados en la Unión y los ingresos generados a escala mundial.

7. Otras modificaciones

Finalmente, la propuesta de reglamento incluye otra serie de modificaciones, entre las que destaca la extensión del ámbito de aplicación del Reglamento para cubrir también las previsiones de calificación; también se aclaran algunas cuestiones relativas a la certificación de agencias establecidas en terceros estados, y se adaptan las infracciones administrativas y sanciones a los restantes cambios introducidos.

III. REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Nos detenemos ahora en un pequeño análisis de la regulación que Estados Unidos, como país donde están establecidas las matrices de los grupos más relevantes de agencias, ha impuesto a las agencias de calificación, a efectos de determinar si, efectivamente, los esfuerzos de coordinación se han traducido en una convergencia normativa.

La regulación norteamericana se contiene en la Ley Dodd-Frank (17), que dedica una parte a la mejora de la regulación de las *nationally recognised statistical rating organizations* (NRSRO), que debe ser desarrollada por normas técnicas de la Securities Exchange Commission. Esta normativa da, en algunos casos, soluciones diferentes a los problemas identificados de la actuación de las agencias, como se analiza a continuación.

En primer lugar, a la hora de reducir la dependencia mecánica en las calificaciones, se ha procedido a la eliminación de las referencias legales a las calificaciones de las NRSRO, o a su sustitución por «estándares de fiabilidad crediticia» que están en proceso de elaboración. Esta revisión de la normativa se llevará a cabo en todos los sectores del sistema financiero: requerimientos de capital de los bancos, activos elegibles para los fondos del mercado monetario y exigencias para que los emisores puedan realizar ofertas públicas de venta,

entre otros. Se observa pues una misma tendencia a la revisión y la eliminación de referencias normativas análoga a la de la Unión Europea, fomentada, sin duda por los principios antes mencionados del FSB.

En relación con la introducción de competencia, la principal medida está relacionada con las titulizaciones, en las cuales se pretende incentivar el número de calificaciones no solicitadas. En efecto, cuando un emisor pague por la calificación de una titulización, el emisor o el patrocinador deberán recoger en una página *web* toda la información necesaria para la calificación del producto estructurado, de manera que cualquier agencia que lo solicite pueda tener acceso a esa información y pueda emitir una calificación no solicitada y no remunerada. Para evitar abusos, se exigirá que las agencias emitan calificaciones para al menos un 10 por 100 de los productos para cuya información han solicitado acceso.

La Comisión Europea introdujo preceptos análogos a esta parte de la normativa estadounidense en la anterior revisión del Reglamento de ACC. No obstante, el escaso éxito de la medida en Estados Unidos llevó a su no inclusión en el texto definitivo. No obstante, la actual propuesta contiene previsiones para las titulizaciones. Como ya hemos señalado, se refieren a la obligación del emisor, originador o *sponsor* de publicar información suficiente sobre los activos subyacentes para que cada inversor pueda evaluar el riesgo inherente al producto estructurado. Además, para introducir competencia, se obliga a que, en el caso de las titulizaciones, se solicite calificación a, al menos, dos agencias.

En cuanto a la regulación de los conflictos de interés, la Ley Dodd-Frank persigue los mismos objetivos, al incidir en la retribución de los analistas. Además, la Securities Exchange Commission está analizando si se puede modificar el modelo de retribución de las agencias por las que paga el emisor.

Finalmente, mientras que Estados Unidos ha dado pasos para introducir el resarcimiento de daños por conductas dolosas o negligentes de las agencias, no ha ocurrido lo mismo en relación con la deuda soberana.

En consecuencia, aunque existen pequeñas diferencias entre la normativa de los Estados Unidos y las propuestas normativas de la Unión Europea, puede afirmarse que los objetivos perseguidos y las herramientas utilizadas con carácter general son similares. Esta convergencia favorece la eficiencia de las medidas tomadas, al evitar que se produzca *forum shopping*, y facilita la organización de las agencias, que tienen que cumplir con obligaciones similares a ambos lados del Atlántico.

IV. CONCLUSIONES

La existencia de mercados financieros globalizados, así como la cada vez más estrecha interrelación entre la economía financiera y la economía real, han motivado que la regulación financiera constituya una prioridad para los gobiernos. Tras haber aprendido de los errores cometidos, el objetivo es regular la actividad de entidades anteriormente no supervisadas y, allí donde ya existía normativa, profundizar en ésta. Así se asegurará una adecuada protección al inversor, la eficiencia de los mercados y, por supuesto, su estabilidad. Todo ello para evitar que una actividad inadecuada de los agentes financieros se traduzca en una ralentización del crecimiento.

En este contexto, en el que lo financiero cobra un protagonismo innegable, las agencias de calificación crediticia han sido sometidas a nuevos requisitos en las principales jurisdicciones. Señaladas en muchos casos como protagonistas de las tensiones en los mercados, las agencias han de hacer frente a procedimientos de registro, a exigencias organizativas y de conducta y, en caso de infracción, a procedimientos sancionadores. Se pretende así asegurar que la actividad que llevan a cabo, de interpretación de información y de reducción de asimetrías informativas, redunde en un mejor funcionamiento de los mercados. Su carácter transnacional, tanto a nivel organizativo, como a nivel de uso de las calificaciones, ha impulsado una necesaria coordinación internacional, demostrando que existe una voluntad generalizada de poner fin a la inestabilidad de los mercados.

La propuesta de reforma del Reglamento ACC presentada recientemente por la Comisión pretende profundizar en la solución de los problemas identificados: dependencia mecánica en las calificaciones por parte de los usuarios, conflictos de interés, deficiencias en los procedimientos y en las metodologías empleadas en el proceso de calificación, falta de competencia, ausencia de mecanismos de resarcimiento para los inversores y necesidad de mejora en algunos aspectos relativos a la calificación de la deuda soberana.

No obstante, será necesario hacer un seguimiento del sector en los próximos años para determinar si opciones legislativas que no han sido incluidas en la propuesta podrían tener sentido en el futuro.

NOTAS

(1) Este artículo resulta puramente descriptivo de las distintas iniciativas de la Comisión Europea en la materia, por lo que no prejuzga ninguna posición de cara a la negociación europea para la aprobación de aquéllas por el Consejo y el Parlamento Europeo.

(2) Cuota de mercado. Ver página 107 del Impact Assessment de la propuesta: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1354_en.pdf

	<i>Corporaciones industriales (porcentaje)</i>	<i>Instituciones financieras (porcentaje)</i>
Standard & Poor's .	43,2	24,0
Moody's	32,3	35,1
Fitch	13,1	33,0
TOP 3 agencias de rating	88,6	92,1
Otros	11,4	7,9

Fuente: Lynn Bai, «The performance disclosures of credit rating agencies: are they effective reputational sanctions?», *New York University Journal of Law & Business*, 2010: 32.

(3) Link a la propuesta: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_es.pdf

(4) Reglamentos del paquete de supervisión:

REGLAMENTO (UE) n° 1092/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.

REGLAMENTO (UE) n° 1093/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión.

REGLAMENTO (UE) n° 1094/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión.

REGLAMENTO (UE) n° 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

(5) Reglamento de modificación:

REGLAMENTO (UE) n° 513/2011 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

(6) La Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

(7) Documentos FSB, etc: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100627c.pdf

(8) Documento de consulta pública: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm

(9) Propuesta de la Comisión: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_es.pdf

(10) «Principios para la reducción de la dependencia en las agencias de calificación, adoptados el 27 de octubre de 2010». Disponible en: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.

(11) Principios para la reducción de la dependencia en las agencias de calificación, adoptados el 27 de octubre de 2010. Disponible en: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.

(12) Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(13) La propuesta puede ser consultada en la siguiente dirección: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:ES:PDF>

(14) La propuesta puede ser consultada en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_es.pdf

(15) Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

(16) B. BECKER y T. MILBOURN, «Reputation and competition; evidence from the credit rating industry, 2009».

(17) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.



LAS IMPLICACIONES ECONÓMICAS

Los límites del *rating*

José Antonio Trujillo del Valle (*)

I. INTRODUCCIÓN

Las *agencias* de calificación (en adelante, *agencias*) y sus calificaciones (en adelante, *ratings*) están bajo sospecha como consecuencia del papel que se les atribuye en la generación y posterior estallido de la burbuja de deuda, y también por la creencia de que sus opiniones pueden haber contribuido a la profundidad de la crisis y estar entorpeciendo su superación. Más allá de considerar que la crítica a las *agencias* es un ataque al mensajero y una cortina de humo para ocultar los problemas que los *ratings* supuestamente desvelan, lo cual en muchos casos puede ser cierto, existe la percepción cada vez más extendida de que «algo falla». Aun para quienes consideran imprescindibles los *ratings* e insustituibles las *agencias*, la influencia de éstas parece desmedida, al tiempo que se acepta la evidencia de que son un foco de inestabilidad para el sistema. Analizados los acontecimientos más recientes, se extiende el consenso sobre la idea de que los problemas que generan los *ratings* se derivan de su intrusión en leyes, reglamentos, normas y contratos, públicos y privados. Esto se ha venido produciendo de manera creciente en las últimas décadas, dando lugar a lo que se denomina «función de certificación» de los *ratings*. Se han introducido en el sistema financiero hasta tal punto que parece imposible prescindir de ellos, y un escenario sin su presencia produce a muchos auténtico «miedo escénico». Se ha tomado conciencia de la existencia de problemas y se está empezando a regular a las *agencias* en ambos lados del Atlántico, pero no es una tarea fácil. Por el momento, la regulación que ya conocemos es de alcance limitado y quizá sólo sirva para complicar los procesos de *rating* y aumentar su coste, sin favorecer su utilidad ni mitigar sus efectos negativos, pues no cuestiona sino aspectos operativos de las *agencias*, sin entrar en otras cuestiones que pueden ser más sustanciales, como son el significado de los *ratings* y la función que pueden cumplir, así como las distorsiones y riesgos que pueden introducir en el mercado las propias *agencias* por su forma de actuar.

La necesidad de las *agencias* está fundamentada en la asimetría de información disponible para emisores e inversores y en la complejidad del análisis de ciertos productos financieros. La existencia de expertos independientes especializados añade valor: ha facilitado el acceso a la financiación a muchas entidades y ha contribuido a la expansión de los mercados. Sin embargo, no todo son luces, también hay sombras. La realidad es que, junto con elementos positivos, las *agencias* generan errores, ruido, prociclicidad, inestabilidad, conflictos de interés, información privilegiada y otros problemas. Todo ello en un sistema que se ha hecho excesivamente dependiente de los *ratings* y que tiende a magnificar el efecto de dichas distorsiones. Por otro lado, el hecho de que el número de *agencias* globalmente aceptadas sea muy escaso, algo difícil de evitar, dados los elevados costes de entrada a la industria, les permite explotar el mercado imponiendo modelos de relación, criterios y costes como si de monopolios se tratara. La imposibilidad de hacerles sujetos de responsabilidad por sus opiniones y formas de actuar supone una distorsión adicional. En cuanto a los *ratings*, aunque revestidos de rigor y soporte científico, su significado y metodología no dejan de suscitar dudas, y su escasa contrastación empírica, cierta perplejidad.

Esta nota aborda los problemas de los *ratings* y de las *agencias*, pero de manera incompleta y necesariamente superficial. La literatura sobre estos temas es ya muy extensa y viene desarrollándose desde mucho antes de la actual crisis, aunque con ésta se han hecho más presentes los problemas, y ello ha motivado un aumento de las publicaciones (1). En primer lugar, se expone el problema del significado de los *ratings*, la diferencia de criterio entre *agencias* y su contraste con la realidad. A continuación se aborda la función certificadora de los *ratings*. Posteriormente se hace mención al uso de los *ratings* para clasificar la deuda de los países y para los instrumentos de financiación estructurada. Finalmente, se hace mención a los problemas que gene-

ra el actual modelo de negocio de las *agencias* y se aportan unas breves conclusiones y sugerencias.

II. EL SIGNIFICADO DEL *RATING*

Hasta los años setenta del pasado siglo, las *agencias* limitaban su actividad fundamentalmente a EE.UU. y al mundo mercantil. En la actualidad, se han expandido por todo el planeta y sus *ratings* se han introducido en todos los ámbitos de la economía. Emiten opiniones fundamentalmente en cuatro ámbitos: el de los países y otras instancias infra y supra nacionales, el de las empresas, el de las entidades financieras y el de los productos financieros estructurados. Aunque el significado básico de los *ratings* es pretendidamente el mismo en cualquiera de estos ámbitos, conviene referirse a ellos de manera separada, pues las consideraciones que se pueden hacer en cada caso tienen matices importantes, y la comparación de niveles de *rating* entre entes pertenecientes a ámbitos distintos carece de sentido.

1. Diferencias de metodología

Con referencia exclusiva a las tres *agencias* que tienen presencia global, es decir, Moody's, Standard & Poor's y Fitch, comencemos por una cuestión que atañe indistintamente a cualquiera de los ámbitos de su actuación: el significado del *rating*. Las *agencias* otorgan a sus *ratings* un significado exclusivamente de ordenación, sea por probabilidad de fallido o por pérdida esperada, según el caso, y siempre dentro del ámbito de referencia del ente o producto calificado. Moody's utiliza como criterio la pérdida esperada, mientras que Standard & Poor's utiliza la probabilidad de fallido. Para Fitch depende del ámbito: en el caso de entidades el criterio es la probabilidad de fallido, mientras que en el caso de emisiones aisladas se incorpora información sobre recuperaciones, es decir, se pondera el fallido.

La referencia a probabilidad de fallido lo es sin consideración a la magnitud del impago, e independiente de la posibilidad de su recuperación. Por el contrario, cuando el criterio es el de pérdida esperada, al menos en teoría, se está considerando la eventualidad, tiempos y magnitud de los fallidos, junto con la posibilidad de recuperación parcial de los importes impagados, siempre dentro de un plazo al que el *rating* debe hacer referencia explícita, aunque esto no siempre se mencione con suficiente transparencia. No ha de sorprender, por tanto, que el distinto criterio aplicado por cada *agencia* dificulte la comparación de los resultados de ordenación de un mismo conjunto de deudores. Si se trata de deudores homogéneos (por ejemplo, un conjunto de entidades de crédito), deberíamos esperar que las *agencias* los ordenen igual, aunque no necesariamente con similar gradación, entendida ésta como separación de escalones de *rating*. Sin

embargo, si se trata de deudores heterogéneos, aunque sean de un mismo ámbito, por ejemplo el de las operaciones estructuradas o el de las empresas, cada *agencia* puede situarlos en distinto orden. En todo caso, las posibles diferencias de orden o de gradación han de ser más notables en la parte baja de la escala de *ratings*, pues a medida que descendemos por ésta la combinación de factores que determinan la pérdida esperada puede interactuar de manera menos «lineal».

En otras palabras, la equivalencia entre las escalas de *rating* de las distintas *agencias*, que aparecen por ejemplo en determinadas regulaciones, es menos fiable a medida que se desciende por las respectivas escalas. Así, por tanto, para la toma de decisiones sobre activos de *rating* «alto», desde el punto de vista de un inversor, la elección de *agencia* es menos relevante que si fuera para activos de *rating* «bajo». Un segundo *rating* añade poco valor si se trata de reforzar la fiabilidad de un triple-A, mientras que sí puede añadir valor si nos situamos en los *ratings* bajos de la escala. Curiosamente, la práctica común es contradictoria con este resultado, pues es más habitual la exigencia de doble *rating* cuando se trata de evaluar riesgos en la parte alta, especialmente cuando se exige nivel triple-A, que cuando se trata de corroborar que un activo tiene un nivel de *rating* situado en la parte baja, por ejemplo en el mínimo de grado de inversión. No es habitual que una regulación reclame *rating* por dos *agencias* para certificar un triple-B; sin embargo, sí se reclama con cierta frecuencia cuando se trata de un triple-A. Cuestión distinta es que la exigencia de un segundo *rating* responda no tanto al contraste de las distintas metodologías como al de las hipótesis y juicios de valor subyacentes al *rating* o a otros factores del proceso de decisión de las *agencias*.

En todo caso, en la parte más alta de las escalas de *rating*, allí donde la probabilidad de fallido o pérdida esperada implícita en los *rating*, según el criterio utilizado, se mueven en tal nivel de marginalidad que las diferencias pierden relevancia estadística e importancia real, el significado práctico de ambas metodologías converge. En definitiva, al margen de virguerías formales, los inversores deberían ser indiferentes entre una información que sitúa la probabilidad de impago del primer euro de una inversión en el 0,003 por 100 y otra que indica que la pérdida esperada de esa misma inversión tiene una magnitud del 0,0001 por 100 (2). Sin embargo, en la parte baja de la escala, en los niveles denominados «especulativos», donde las probabilidades y sus diferencias están en territorio relevante, la actitud de un inversor no debiera ser indiferente al significado de las dos alternativas de *rating*. Una probabilidad de impago del 4,6 por 100 (ABS a dos años calificado B+ por S&P) contiene una información muy distinta a la de una pérdida esperada del 3,1 por 100 (ABS a dos años calificado B1 por Moody's), a pesar de que dichos niveles de *rating* (B+ de S&P y B1 de Moody's) sean conside-

rados habitualmente como equivalentes. Sin información adicional, es imposible calibrar la importancia relativa de ambos datos para el inversor.

En resumen, a medida que se desciende por las escalas de *rating* la relevancia de la divergencia entre ambos criterios aumenta (3). Añadamos a esto que, en cualquier caso, su contenido informativo es reducido, especialmente cuando hace exclusiva mención a la probabilidad de fallido. El inversor debería estar interesado en dos aspectos del riesgo: la probabilidad de pago puntual y la distribución de la pérdida en caso de impago (en magnitud y tiempo), pero los *ratings* son mucho menos informativos que eso.

2. Clasificación ordinal y calidad de los *ratings*

De acuerdo con lo manifestado por las *agencias*, las tablas de *rating* son exclusivamente ordinales. Los niveles de probabilidad que asignan internamente y publican para cada nivel de *rating* pueden cambiar por las circunstancias y el momento del ciclo. Por tanto, de acuerdo con su propia definición, su clasificación de dos bonos, por ejemplo como triple-A y doble-A respectivamente, sólo debe ser interpretada como que la probabilidad de fallido (o pérdida esperada) del primero es inferior a la del segundo. Exclusivamente eso, no hay referencia a magnitudes absolutas. Otras consideraciones tendrán que ser derivadas de las explicaciones que pueden o no acompañar al *rating* y que, por cierto, no siempre son de libre acceso.

Si se trata de una simple ordenación por nivel de riesgo, la contrastación de la fiabilidad de las calificaciones otorgadas no puede hacer referencia a otras cuestiones. Sobre este particular parece empíricamente validada la proposición de que los niveles de calificación ordenan correctamente los deudores (las obligaciones) según su fallido o pérdida. Sin embargo, también es cierto que dicha afirmación pierde robustez si se refiere a la parte alta de la escala de calificación. Así, se puede afirmar con alta fiabilidad que la probabilidad de fallido de los activos o entes calificados por debajo de BBB es superior a la de los calificados por encima de dicho nivel, pero no se puede afirmar lo mismo, con razonable nivel de fiabilidad, si nos referimos a la distinción entre un nivel AAA y, por ejemplo, su inmediato inferior. A pesar de su significado exclusivamente ordinal, tanto inversores como reguladores, como es el caso de Basilea II, asocian niveles de calificación con niveles absolutos de probabilidad de fallido y, además, otorgan un valor muy especial a la distinción entre el nivel AAA y el inmediato inferior (4). En realidad, aunque las *agencias* insistan en que su clasificación es meramente ordinal, la realidad es que su asignación de calificaciones es el resultado de modelos que otorgan niveles absolutos de probabilidad de fallido (junto con hipótesis de severidad de pérdida y probabilidad de

recuperación). Por esta razón, y por la escasa utilidad de una mera clasificación ordinal, la mayoría de los usuarios otorga valor a las probabilidades implícitas en cada nivel de *rating*, quizás interpretando que la referencia exclusiva a la ordinalidad no es sino un escudo protector exhibido por las *agencias* para limitar las críticas que pudieran resultar del contraste de sus opiniones con la realidad. Pero, además, las *agencias* deslizan consideraciones que suponen la comparación de emisores y activos de sectores muy diversos y en distintos momentos del tiempo, lo cual supone un reconocimiento implícito de valor absoluto a las probabilidades utilizadas para los distintos niveles de *rating*.

La calidad de los *ratings* para ordenar a los emisores por su probabilidad de fallido sólo ha sido contrastada con razonable fiabilidad en el ámbito de los bonos corporativos y sobre la base de información del mercado estadounidense (5). Fuera de este ámbito no se ha podido ir mucho más allá de corroborar que los entes o activos con niveles de *rating* «especulativo» tienen tasas de fallido superiores a los calificados con nivel de «inversión». Este resultado, exclusivamente limitado a la frontera del grado de inversión, es pobre en contenido y de escasa utilidad. La realidad es que, fuera del ámbito de los bonos corporativos, es difícil contrastar la validez de las escalas de *rating* con niveles de fiabilidad estadística defendibles, por la simple razón de que los fallidos son escasos. Cuando pasen algunos años y se acumule evidencia, quizá también se podrá contrastar la calidad de los *ratings* en el mundo de las finanzas estructuradas más allá de la separación entre los grados de inversión y especulativos, pero por el momento no es posible. En EE.UU. empieza a haber abundante información de fallidos en titulaciones vinculadas al mercado de hipotecas *subprime*, que servirá sin duda para corroborar lo que ya conocemos y las propias *agencias* reconocieron mediante rebajas de calificación generalizadas: el error masivo en las asignaciones iniciales de *rating* a determinados productos estructurados y quizás poco más. En Europa la evidencia de fallidos es muy escasa por el momento, como se muestra en el cuadro núm. 1, y por tanto insuficiente para derivar conclusiones estadísticamente fiables.

El cuadro muestra los fallidos acumulados desde el comienzo de la crisis en los diversos instrumentos de financiación estructurada calificados por S&P (6). Hay que resaltar que la información se refiere a importes, no a operaciones. Si los datos fueran sobre número de operaciones la importancia de los fallidos sería superior, ya que los tramos de mayor riesgo de las operaciones estructuradas son de tamaño relativamente pequeño, y la mayor parte del volumen se concentra en los tramos *senior*. En cualquier caso, es posible que los datos de fallido tengan un cierto sesgo a la baja, por el efecto de las operaciones que dejan de ser calificadas, aunque la mayoría de éstas lo sea por vencimiento natural (más

CUADRO NÚM. 1
FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA
FALLIDOS ACUMULADOS EN EUROPA
7/2007 A 9/2011

TIPO DE INSTRUMENTO	SALDO EN 7/2007 M.M EUROS	FALLIDO PORCENTAJE
Covered bonds	901,4	0,0
RMBS	753,6	0,1
ABS (PYMES, Consumo, Tarjetas, Otros)	265,3	0,2
Corporates	78,3	0,2
CMBS	165,0	3,2
Estructurados (CDO, CLO, sintéticos)	430,4	3,8
Total consumidores	1.757,1	0,0
Total empresas	836,8	2,6
Total Europa	2.593,9	0,9
Total EE.UU.	5.805,6	10,5

Fuente: Standard & Poor's.

del 50 por 100 del saldo a comienzo del período), pero también puede haber exclusiones de *rating* por otras causas; por ejemplo, por renuncia del emisor. También puede haber sesgo por casos de respaldo del emisor por consideraciones de reputación. En cualquier caso, y descontado dicho sesgo, sorprende la levedad de los fallidos en Europa y la gran diferencia con EE.UU. En lo que se refiere a operaciones con respaldo de préstamos a familias, lo que en el cuadro se denomina «consumidores», que incluye los *covered bonds* hipotecarios, las operaciones con respaldo de hipotecas residenciales (RMBS) y parte de los ABS, el fallido acumulado desde el comienzo de la crisis es 0,04 por 100. En el caso de las operaciones respaldadas por préstamos a empresas, la cifra aumenta hasta 2,63 por 100, debido fundamentalmente a los CDO y a las operaciones con grandes préstamos de hipotecas comerciales (CMBS). En ese mismo período esos mismos dos grupos de operaciones han sufrido rebajas de *rating* que han afectado al 21,8 por 100 y 43,6 por 100 de los saldos respectivos. Podríamos concluir entonces que la percepción de baja calidad de los productos de financiación estructurada no se corresponde con los datos de fallido, sino que es el resultado de ciertos episodios que han sido especialmente escandalosos, y del ruido que introducen las propias *agencias* al modificar sus *ratings*.

Aún admitida la evidencia sobre la calidad de los *ratings* como indicadores de orden de riesgo de fallido, aclaremos no obstante que dicha calidad se deteriora a medida que se asciende por la escala de calificación. Esto hasta el punto de que, incluso en el mundo de los bonos corporativos, el solapamiento entre niveles es tal que la ordenación se pierde (Galil, 2003). Es decir, es

muy difícil (es muy poco fiable) la ordenación de los bonos de nivel de inversión (Kealhofer *et al.*, 1988). La realidad es que no está demostrado que los bonos triple-A fallen significativamente menos que los bonos doble-A, ni que estos lo hagan más que los A, a pesar de que sobre el papel se nos describan como más sólidos y de que el mercado los cotice mejor. Estricta y exclusivamente sobre la base de su *rating*, en tanto que indicador de riesgo, esas diferencias de *rating* no deberían cotizar. Cuestión distinta es la importancia del *rating* en tanto que certificado que, especialmente para determinados niveles, sí influye de manera determinante sobre el precio de los activos. Además, si tenemos en cuenta que las *agencias* puntualizan los niveles estableciendo calificaciones intermedias, vemos que su pretensión de «fina» ordenación del riesgo es todavía más atrevida, si cabe, pues la escala se extiende a más de veinte escalones. Pero la finura va todavía más allá, pues los niveles de la escala, con sus *plus* y sus *minus*, van acompañados de *stable*, *unstable*, *outlook negative-positive*, *watch negative-positive*, *etc.*, que sirven a las *agencias* para transmitir la dirección de un posible cambio, en lo que se ha denominado función de «monitorización», adicional a las de «información» y «certificación».

Parece no existir evidencia empírica que permita establecer una diferencia de comportamiento (estadísticamente) significativa entre entes o instrumentos calificados con nivel A o superior, y esta afirmación es especialmente robusta en el caso de las titulizaciones y *covered bonds* europeos, que no han fallado hasta el momento en los niveles calificados como «grado de inversión», y lo han hecho de manera muy reducida en los inferiores, que en volumen tienen un peso muy poco relevante. En consecuencia, se puede afirmar que el establecimiento de requisitos de calificación mínima dentro de los niveles de inversión no supone garantía real alguna de mayor seguridad para el acreedor. Esta afirmación es especialmente robusta para el requisito triple-A frente a su inmediato inferior, lo cual hace incomprensible, entre otras, la exigencia del Banco Central Europeo de dos calificaciones triple-A para el descuento de los bonos de titulización. Este requisito, que no tiene justificación alguna como garantía de menor riesgo, limita el acceso e impone costes innecesarios a las entidades financieras más necesitadas de liquidez.

Debe sorprender la escasa importancia de los fallidos ocurridos (en Europa) desde el comienzo de la crisis, especialmente dada la percepción generalizada de que el mundo de la financiación estructurada es un basurreo tóxico. Quizá lo haya sido en EE.UU., pero desde luego no en Europa. A pesar de ello, se está regulando del mismo modo a ambos lados del Atlántico. De igual manera que importamos regulación para atajar problemas que aquí no han existido, las *agencias* nos trasladan, a través de sus modelos y sus criterios, una problemática de entidades, mercados, instituciones y

entornos legislativos que no siempre se corresponde con la realidad de Europa en general ni con la de España en particular. Pero la verdad es que en este asunto de los *ratings* la realidad no cuenta mucho. La falta de contraste empírico choca con las pretensiones de finura y el rigor de ciertas regulaciones que toman como nítidas líneas lo que no son sino borrosas fronteras.

3. Matrices de transición

En todo caso, no se ha de confundir el contraste de las predicciones de las *agencias* con los resultados de sus «matrices de transición». Éstas son generadas a partir de sus datos de modificaciones de *rating*, y muestran las probabilidades de cambio entre los distintos niveles (por ejemplo, probabilidad de que un bono calificado AAA pase a BBB). En consecuencia, son una medida de la inestabilidad y magnitud de los cambios y, de hecho, reflejan el error admitido por las propias *agencias*, pues, en principio, los *ratings* se otorgan con pretensión de estabilidad e independencia del ciclo, que se supone incorporado en las hipótesis de los modelos (7).

En el caso de los *ratings* de financiaciones estructuradas, que constituyen la parte fundamental de la actividad de las *agencias*, las actuales matrices de transición están condicionadas por tres factores. El «error» masivo de las operaciones de CDO *subprime* en EE.UU. distorsiona los datos, especialmente los del nivel triple-A. Asimismo, están afectadas por la importancia de los abandonos de *rating*, bien por amortización o por otras causas que no se especifican. También están contaminadas por los cambios de criterio de las *agencias*, introducidos como consecuencia de la crisis, que han provocado por sí solos rebajas generalizadas de *rating*. Estos cambios han afectado a hipótesis básicas, por ejemplo sobre correlaciones, y a cambios de criterio y metodología. Sobre este particular, al menos una *agencia* (Fitch) ha informado que tiene intención de establecer una metodología diferente para los *ratings* bajos que llevaría a interpretar dichos *ratings* como «puntuales», es decir, sin pretensión de estabilidad, mientras que los de grado de inversión, especialmente los muy altos, se considerarían «inmunes al ciclo». Esta opción no deja de ser sorprendente, al tiempo que impediría cualquier comparación, o incluso que determinados activos de *rating* bajo pudieran ser considerados «puntualmente mejores» que otros de *rating* alto.

En todo caso, las matrices de transición muestran que los resultados de estabilidad de los *ratings* se ordenan de la manera esperada: más estables a medida que se asciende en la escala, aunque dicha ordenación no siempre es consistente si se toman en consideración los escalones intermedios entre niveles de *rating*. En realidad, este resultado indica simplemente que las *agencias* se comportan de manera coherente con sus

propios modelos. Un resultado esperable es que las matrices de transición muestren un comportamiento anómalo en las dos fronteras regulatorias más relevantes: el triple-A y el grado de inversión.

III. EL RATING COMO CERTIFICADO

La prosperidad de las *agencias* en las últimas décadas, y muy especialmente durante los años en los que se incubó la actual crisis de deuda, nada tiene que ver con la mejora de calidad de las predicciones, sino con la generalización de la función certificadora de los *ratings* en todo tipo de normas y contratos. La evidencia parece indicar que la importancia creciente de dicha función certificadora ha dado lugar a una disminución del contenido informativo de los *rating*; es decir, les ha hecho perder utilidad para identificar el riesgo de los activos.

Hasta hace relativamente poco, la función certificadora de los *ratings* prácticamente se limitaba a diferenciar del resto a los denominados riesgos especulativos. De ahí que las escalas de las *agencias* distingan entre «grados de inversión» y «grados especulativos» (8). Fue a comienzo de los años treinta cuando en EE.UU. se empezó a limitar a la banca la inversión en bonos que no estuvieran calificados con grado de inversión. Primero imponiendo mayor rigor en la valoración contable (*mark to market*) y, posteriormente, prohibiendo la inversión en los de grado especulativo. También entonces se empezaron a utilizar los *ratings* para determinar las obligaciones de capital de las compañías de seguros y posteriormente para limitar sus inversiones. A partir de los años setenta se produce una escalada en el uso de los *ratings* en todo tipo de leyes, normas, regulaciones y contratos, hasta alcanzar una extensión y profundidad que ya es inabarcable (9). Sin pretensión alguna de exhaustividad, recordemos que los *ratings* forman parte de las políticas de inversión de las instituciones de inversión colectiva y compañías de seguros; son criterio para que los bonos puedan formar parte de determinados índices; son requisito para acceso al mercado de *repos* privados y para el descuento de bonos en los bancos centrales; determinan requisitos de capital regulatorio de las entidades sujetas a la normativa de Basilea; se incluyen como requisito en los contratos de *swap* para que las entidades puedan actuar como contrapartida; se utilizan en contratos privados de financiación bancaria, actúan como resortes (*triggers*) en la práctica totalidad de los vehículos de las operaciones de titulización, estableciendo niveles mínimos de *rating* para administradores, depositarios de tesorería, agentes de pagos, proveedores de líneas de liquidez, garantes y contrapartidas de *swap*; se utilizan para discriminar países para acceder a ayudas estatales de la UE; y todo un largo etcétera.

La línea divisoria entre grados de inversión y grados especulativos sigue siendo muy importante, pero ya no

es el único umbral relevante para la función certificadora de los *ratings*. Actualmente el protagonismo se ha desplazado al nivel triple-A. Es decir, ha cambiado el foco de atención, antes especialmente dirigido a identificar «lo malo» y ahora más preocupado por identificar «lo mejor». Por ejemplo, como ya se ha mencionado, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo exigen que los bonos de titulización que se presenten a descuento para obtener liquidez estén calificados con *rating* triple-A al menos por dos *agencias* (ver nota 16). Sin embargo, para cualquier otro activo se requiere exclusivamente el grado de inversión. Este cambio, junto con la creciente importancia de la función certificadora de los *ratings*, ha hecho que aumente el riesgo de episodios de inestabilidad financiera atribuibles a actuaciones de las *agencias*, algo que viene siendo frecuente desde el comienzo de la crisis. Su supuesta responsabilidad va desde haber provocado el estallido de la crisis, mediante el repentino y masivo *downgrade* de miles de bonos de titulización y CDO, previamente calificados triple-A, que debieron ser liquidados sin apelación en el mercado (10), pasando por el pánico que provocó la rebaja del *rating* de los aseguradores *monoline* en los albores de la crisis, que afectó a bonos de todo tipo cuyo *rating* «colgaba» del de estas (11), hasta su intromisión en la crisis de la deuda europea con una espiral deflacionista de *ratings* de activos, entidades y países, fenómeno éste que merecería un análisis bajo la óptica de las leyes de la física cuántica, pues la mirada del observador afecta a la medida del objeto observado.

Los cambios de opinión de las *agencias* en la frontera del «grado de inversión» tienen gran importancia, pues afectan a numerosos activos para los que la pérdida de dicho grado de *rating* puede suponer la expulsión de determinadas carteras, su inhabilitación para el acceso a descuento y otras consecuencias derivadas de la regulación financiera y contable que inciden directamente en su coste. Por esta razón, en dicha «frontera» se produce lo que se conoce como «efecto precipicio». Aunque no esté explicitado en la metodología de las *agencias*, en su forma de actuar dicha frontera supone una suerte de discontinuidad que, a juicio de algunos, puede constituir un foco de inestabilidad para el sistema. Las *agencias* tienen tendencia a retrasar el paso de dicha frontera porque tienen internalizadas sus consecuencias, con lo cual se deteriora el contenido informativo de sus cambios de *rating* a favor del meramente certificador. Pero siendo importante la frontera del grado de inversión, recientemente ha cobrado quizás incluso más protagonismo la del nivel triple-A. Durante las últimas décadas, coincidiendo con el desarrollo de los mercados de bonos respaldados por activos, el nivel triple-A se ha convertido en máximo protagonista de la regulación financiera y, en buena parte por esta razón, también de los mercados. Téngase en cuenta que este nivel de *rating*, por el supuesto de muy baja probabilidad de fallido y pérdida esperada que implícitamente incorpo-

ra, representa la hipótesis de ausencia absoluta de riesgo de crédito. De hecho, una de las razones fundamentales del vertiginoso desarrollo de los mercados de titulización y *covered bonds* en la década previa al estallido de la crisis fue la necesidad de generar bonos «sin riesgo» para alimentar la demanda creciente de los inversores institucionales, ante la escasez de deuda pública y su bajo nivel de rentabilidad (12).

No deja de ser llamativa la importancia que se otorga al nivel triple-A, siendo tan limitado su soporte conceptual y empírico. Ese nivel de *rating* tiene un valor de certificado que nada tiene que ver con su valor informativo. No disponer de ese nivel puede suponer para un bono no acceder a un mercado o no ser descontable en el banco central. Disponer de él representa un privilegio en términos de consumo de capital, injustificable en términos de riesgo de crédito. Su pérdida puede suponer la obligación de expulsión de determinadas carteras institucionales, independientemente del juicio que sobre su riesgo tenga el gestor. El sistema financiero, quizá casi sin conciencia de ello, ha sido empujado a entronizar un criterio que, en realidad, no soporta análisis alguno de coherencia con lo que pretende representar. ¿Qué explica su importancia?

Las *agencias* han conseguido imponer un concepto que, quizá por exigente, encierra el germen de la inestabilidad: la ausencia absoluta de riesgo de crédito. Se ha aceptado sin mayor crítica que estos expertos son capaces de identificar condiciones para activos, empresas o países que les permitirían atravesar incógnitas por escenarios de desastre. Hasta hace muy poco el mayor exponente de desastre económico era la crisis de 1929, escenario al que de manera coloquial hacían referencia las *agencias* para ilustrar la fortaleza de un triple-A. Actualmente ya no sabemos cuál es ese escenario de catástrofe. Sin mayor explicación hemos dejado que las *agencias* introduzcan en sus modelos y en sus argumentaciones todo tipo de hipótesis incontrastables que configuran escenarios teóricos que los deudores deberían de ser capaces de atravesar, haciendo frente a sus obligaciones puntualmente. Insistimos en resaltar el hecho de que las *agencias* se consideran capaces de distinguir entre el riesgo implícito en un triple-A y el de su escalón inmediato inferior (un *notch*), al tiempo que quienes usan o obligan a usar los *ratings* aceptan atribuir una importancia desmedida a esa diferencia. También volvemos a insistir en que nadie ha probado todavía que esto tenga algo que ver con lo que ocurre en la realidad.

Volvamos a los distintos ámbitos de opinión de las *agencias*, pues la insoportable levedad de los fundamentos del *rating* y de su irresponsable utilización no es igual en todos los casos. Es en el ámbito de las empresas donde las *agencias* tienen sus raíces y su función es más defendible. La especialización y conocimiento de

determinados sectores de actividad puede proporcionar opiniones útiles a los inversores. Las empresas con nivel triple-A o cercano son un escaso puñado en el mundo, pero esto no plantea un problema, pues los inversores consideran que en este ámbito la finura en las alturas de la escala de calificación es irrelevante. Por mucho que desde la arrogancia las *agencias* puedan pensar otra cosa, ahí arriba, insistimos, no añaden valor para el inversor. Además, el impacto de la regulación también es menor, pues no tiene especial repercusión cuando nos circunscribimos a empresas no financieras y a la frontera del triple-A. Por el contrario, en el ámbito de la financiación de las empresas y en la parte baja de la escala de *ratings*, allí donde el riesgo puede ser empíricamente contrastado, el papel de las *agencias* sí es valioso, pues los escalones de *rating* pueden considerarse relativamente estancos y las diferencias de probabilidad implícitas significativas. Curiosamente, esta función en la que los inversores sí necesitan expertos que desentrañen los riesgos empresariales y sectoriales, va perdiendo peso en el negocio de las *agencias*, mientras crece su dedicación a otras objetivamente favorecidas por la normativa que no reclama opiniones, sino certificados, y donde su aportación es más dudosa. En todo caso, Hilscher y Wilson (2010) muestran que para *corporates* es posible construir indicadores de riesgo de fallido utilizando información contable y precios de mercado que generan mejores resultados que las escalas de *rating*. Consideran que estos indicadores son más fiables para explicar las probabilidades de fallido en horizontes cortos (dos años), mientras que los *ratings* añaden muy poca información en horizontes de hasta cinco años.

Con las limitaciones que se han señalado, la función de especialista independiente que pueden ejercer las *agencias* en el ámbito empresarial puede estar justificada, y se puede considerar que los *ratings* son una herramienta útil para la gestión del riesgo. Sin embargo, no podemos decir lo mismo en el ámbito del riesgo de los países, últimamente de tanta actualidad.

IV. RATING DE PAÍSES

El *rating* de la deuda de los países es, sin lugar a dudas, un caso aparte. La asimetría de información no parece justificación suficiente para haber delegado en manos de unos entes como las actuales *agencias* de calificación una cuestión que ha adquirido tal trascendencia, no sólo económica, sino también política. Una vez más hay que insistir en que la importancia de los *ratings* no está tanto en la información incremental que contienen, y que el mercado puede valorar y traducir en movimiento de precios, sino en su función certificadora impuesta por la regulación. La actual crisis de deuda en Europa parece haber demostrado que los *ratings* entorpecen las decisiones de las instituciones, en particular las de la UE y el BCE, encorsetando su capaci-

dad de actuación más allá de lo políticamente deseable. No tiene sentido que se establezcan normas de intervención ancladas a los *ratings* que son inocuas en situaciones de normalidad pero que han de ser incumplidas en situación de crisis.

El análisis de riesgo que las *agencias* aplican a empresas, entidades financieras y financiaciones estructuradas tiene un componente objetivo, constituido por un cuerpo de información y un soporte teórico que, podríamos afirmar, domina el análisis frente a los componentes subjetivos. Aunque estos últimos están siempre presentes, pues el análisis requerirá en todos los casos hipótesis de comportamiento y de interacción de individuos e instituciones, en general escasamente contrastadas y en algunos casos nunca observadas. Sin embargo, en el análisis de riesgo de los países, especialmente si nos referimos al largo plazo, predominan los componentes más subjetivos, entre otras razones porque, siendo muy importante el cuerpo de información económico-financiera, los aspectos socio-políticos cobran mayor importancia. En el *Global Stability Report* de 2010 del Fondo Monetario Internacional, se recogen los diversos indicadores utilizados por las *agencias* para establecer los *ratings* de países (IMF, 2010). Aparte de los más obvios, de naturaleza económico-financiera, las *agencias* enumeran otros como el riesgo de conflicto bélico, la legitimidad del régimen político, los riesgos geopolíticos, las relaciones con organismos internacionales, la normalidad de los procesos de sucesión política, la gobernanza de las instituciones, el nivel de corrupción, el imperio de la ley, el respeto a la propiedad privada, y así una larga lista de los factores que pueden llegar a tener influencia en la posición de solvencia y liquidez de un país a largo plazo. En definitiva, las *agencias* necesariamente han de entrar en consideraciones que trascienden al mero análisis económico.

La realidad es que es difícil encontrar algo que pueda no tener efecto en la salud económica de un país, cuestión distinta es cómo introducirlo en el análisis y convertirlo en probabilidad de fallido de sus obligaciones de pago en un horizonte alejado en el tiempo. Quizá por ello no sea extraño que los estudios que tratan de identificar los factores que explican los *ratings* de los países, es decir, que tratan de desentrañar el análisis de las *agencias*, no encuentren evidencia de algunos que a priori parecerían obvios, como son los desequilibrios fiscales y de balanza de pagos (Cantor y Packer, 1994). La complejidad del análisis es aún mayor si se trata de países que comparten áreas de soberanía, como es el caso de los de la UE, pues es aún más difícil establecer las hipótesis de comportamiento en situaciones de crisis, dado que existe un juego de intereses cruzados y decisiones compartidas. Un corolario casi inevitable de este análisis es que las *agencias*, en su labor de monitorización de los *ratings*, se permiten vincular su evolución a la realización de reformas de instituciones, mer-

cados, fiscalidad, pensiones, etc.; llegando en algunos casos a sugerir la conveniencia de una opción política, eso sí, siempre exclusivamente de manera implícita en las reformas sugeridas.

Como era de esperar no hay mucha evidencia sobre la calidad de los *ratings* de países, medida en términos de su correspondencia con los fallidos efectivamente ocurridos. La que existe se limita a confirmar que los países que no llegan a grado de inversión resultan tener una mayor probabilidad de fallido que los clasificados en los grados de inversión. Un resultado éste de no mucha utilidad, especialmente si además tenemos en cuenta que no está claro si los *ratings* actúan como indicadores adelantados o atrasados. En realidad, dado el escaso número de observaciones, no es mucho lo que se puede esperar de este tipo de contrastes en este ámbito y, por supuesto, nada en lo que se refiere a establecer diferencias entre los niveles altos de las escalas *rating*. Sorprende que las *agencias* utilicen escalas de idéntica finura para situaciones que admiten un grado muy distinto de precisión. No parece que la asignación de probabilidad de fallido a una cartera de préstamos hipotecarios deba utilizar la misma escala que la aplicada a un país. Quizás en este último caso debería ser mas «gruesa».

Si es criticable la utilización de los *ratings* en la regulación en general, más aún lo es cuando se trata del *rating* de países, pues quizás el contenido informativo es aún menor. Además, la evidencia de que en situaciones de crisis constituyen un elemento de inestabilidad debería ser justificación suficiente para su exclusión de la regulación. La propuesta surgida de una instancia de la UE, posteriormente retirada, de «suspender» los *ratings* de países en circunstancias excepcionales, es una prueba más de la preocupación por los efectos desestabilizadores de los *ratings* de países, pero también del desconocimiento de sus fundamentos y de las formas de actuar de las *agencias*. Por otro lado, téngase en cuenta sobre este particular que los problemas de inestabilidad no se producen exclusivamente por los movimientos de *rating* en la parte baja de la escala, es decir, cuando afectan a países que las *agencias* consideran próximos al abismo del fallido, sino también, y quizá con mayor poder desestabilizador, cuando se trata de la pérdida del nivel triple-A. Que los mercados se agiten ante la posibilidad de que Francia pierda el nivel triple-A y el presidente Sarkozy considere que su reelección depende de su mantenimiento, dice mucho sobre la carga política implícita en los *ratings* y muy poco sobre la racionalidad económica de los mercados.

No podemos considerar el *rating* de los países simplemente como el resultado del frío y aséptico análisis de unos cándidos expertos inmunes a la presión y a los intereses de terceros. La realidad es que el *rating* aplicado a los países se ha convertido en un arma poderoso

sísimo y de alto contenido ideológico. No se trata de defender una teoría de la conspiración que situaría el «poder» en los despachos de las *agencias* de *rating*, pero es innegable que, por la propia naturaleza ordinal de las escalas de *rating*, por la importancia que han adquirido en la regulación y por el efecto que tienen sobre los costes de financiación, se han convertido en una instrumento de discriminación que no hace sino agudizar las diferencias y favorecer la desigualdad (13).

V. FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA

En el ámbito de la financiación estructurada es donde las *agencias* han crecido de manera espectacular y han obtenido la mayor parte de sus ingresos en estas dos últimas décadas. Y es también en este ámbito, muy vinculado al del *rating* de las propias entidades financieras que están detrás de los instrumentos estructurados, donde han surgido las principales críticas a su actuación.

Los instrumentos respaldados por activos (titulización y *covered bonds*) son el centro de la financiación estructurada. La peculiaridad de su *rating* es que el nivel, en el momento de emisión, es una decisión del emisor. En el caso de los *covered bonds*, el nivel de *rating* se obtiene a partir del *rating* del emisor incrementado por la existencia de una cartera de préstamos que se pignora a favor de la emisión. La calidad y volumen del colateral en relación con el principal garantizado permite subir el *rating* hasta el nivel deseado, con ciertas limitaciones. En el caso de la titulización, el otro gran apartado de la financiación respaldada por activos, el nivel elegido se alcanza «negociando» con la agencia la aportación de «mejoras de crédito», que pueden tomar la forma de fondos de reserva en efectivo, garantías de terceros, *swaps*, etcétera.

El coste del *rating* crece exponencialmente con el nivel exigido. Esto se debe a que el rango de la probabilidad de fallido o de la pérdida esperada, según el caso, se va estrechando a medida que se asciende por la escala de calificación. En consecuencia, en el caso de financiaciones estructuradas, las garantías requeridas para alcanzar el nivel de calificación buscado crecen de manera exponencial con el nivel de calificación, y con ellas el coste. El mencionado estrechamiento de los rangos, o la creciente exigencia de seguridad, aporta un elemento teóricamente positivo, como es una mayor estabilidad de los niveles de *rating* a medida que se asciende por la escala. Esto, sin embargo, tiene el inconveniente de inducir mayor prociclicidad cuando se deterioran los *ratings*.

En las operaciones de financiación con respaldo de activos el *rating* está determinado por consideraciones relativas a la estructura, especialmente por riesgos de

la cartera, de tipo de interés, divisa, etc., y por los denominados riesgos de contrapartida. Estos últimos son fundamentalmente de dos tipos: los correspondientes a las contrapartidas que aportan mejoras, por ejemplo garantes o contrapartidas de *swap*, y los que actúan en calidad de proveedores de servicios, como son el administrador de los activos, el agente de pago, el depositario de la tesorería, etc. En este capítulo de los riesgos de contrapartida es donde las *agencias* han introducido un mayor grado de presión desde el estallido de la crisis. Es lo que podríamos denominar el efecto Lehman. El hecho de que una entidad considerada de muy bajo riesgo (muy alto *rating*) pudiera quebrar de la noche a la mañana, ha provocado que las exigencias de calidad de contrapartida en operaciones triple-A se hayan exacerbado. En determinados países y ya también el caso de España, a criterio de alguna *agencia* prácticamente no quedan entidades financieras que puedan actuar como contrapartida dentro de una operación triple-A. Esto, que en definitiva se traduce en incremento de costes y en un problema para el sistema en su conjunto en momentos de dificultades de financiación, es un ejemplo más de esa prociclicidad de la que se acusa a las *agencias*. Son éstas como aquellos que, una vez declarado el incendio en el teatro y con toda la audiencia ya en pie, no paran de dar gritos de alarma, provocando el pánico y la estampida.

Dentro del ámbito de la financiación estructurada, el nivel triple-A ha dejado de ser una opción para convertirse prácticamente en obligación. Por efecto de la regulación y la demanda del propio mercado, en buena parte influida por aquélla, los instrumentos respaldados por activos se construyen (estructuran) para ser triple-A. El beneficio que se deriva de la obtención de dicho certificado suele exceder ampliamente a los costes en los que incurre el emisor para obtenerlo. No es de extrañar, por tanto, que el modelo de gestación y seguimiento de los *ratings* sea proclive a injerencias externas e internas (a las *agencias*). Quizás el mejor ejemplo reciente haya sido la proliferación de emisiones triple-A, con bajos niveles de garantía y una más que dudosa calidad de los activos subyacentes, que inundó el mercado *subprime* de EE.UU. La relativa facilidad con la que en dicho mercado se consiguieron instrumentos con *rating* triple-A a partir de activos de ínfima calidad es la principal razón por la que se ha puesto en tela de juicio el modelo de negocio de las *agencias* y la propia titulación, que sigue bajo sospecha por este motivo.

VI. EL MODELO DE NEGOCIO DE LAS AGENCIAS

La actuación de las *agencias* en los años previos al estallido de la crisis, por la facilidad y profusión con la que concedieron *ratings* triple-A a productos financieros que resultaron ser un fiasco, ha sido calificada como impropia de los que se suponía debían jugar el papel de

gatekeepers, pues acabaron siendo *gateopeners*, coadyuvando a la burbuja de crédito (14). Se cuestiona el modelo de las *agencias* por varias razones: por ser el emisor quién solicita y paga el *rating*; por la existencia de *rating shopping* (Bolton *et al.*, 2010); por los conflictos de interés si las *agencias* actúan también en el negocio de la consultoría, y por la dificultad, si no imposibilidad, de hacerlas responsables por sus *ratings*. Sin pretender quitar relevancia a estas críticas, en mi opinión son de orden menor, al menos si se comparan con las que pueden hacerse en relación con el significado, uso y abuso de los *ratings* y el descontrol de los procedimientos de comunicación de las *agencias*. Sin embargo, la nueva regulación que se está desarrollando a ambos lados del Atlántico, que pretende corregir los problemas supuestamente creados por las *agencias*, está centrada en los primeros aspectos y nada dice de los segundos.

Indudablemente, el hecho de que la agencia sea escogida y pagada por el emisor puede ser una fuente de conflictos de interés, pero no es difícil imaginar conflictos de tipo similar si el modelo fuera el contrario; es decir, los *ratings* solicitados y pagados por los inversores, aparte del problema práctico de gestionar su cobro. Se ha barajado la opción de que, aunque pagada por el emisor, la agencia fuera elegida por un tercero (¿el supervisor, un árbitro del mercado?), pero la complejidad de los procesos de *rating* y los tiempos de las operaciones desaconsejan este tipo de soluciones en las que los beneficios de la imparcialidad podrían verse ampliamente superados por las ineficiencias del procedimiento. Por lo que se refiere al *rating shopping*, que sin duda existe, me atrevo a decir que no es necesariamente malo, entre otras razones porque la metodología de las *agencias* es distinta y puede llegar a conclusiones distintas según la estructura de la operación a la que se aplica. Además, y ésta no es cuestión menor, no se puede quitar a una parte (los emisores) el escaso margen de presión que tienen ante unas *agencias* que funcionan prácticamente en régimen de monopolio. No es evidente que haya que excluir a las *agencias* de una competencia en términos de coste y calidad de servicio. Cuestión distinta es si la competencia rebaja los estándares de calificación. Es posible que se pueda dar dicha distorsión, pero la solución quizá no sea eliminar la competencia, sino aumentar la transparencia de las operaciones, de tal manera que los errores de *rating* puedan ser más fácilmente identificados, lo cual actuaría como elemento corrector. Las *agencias* argumentan que su reputación actúa ya de elemento corrector: el mercado terminaría por expulsarlas si su honestidad, su profesionalidad y la calidad de sus *ratings* fuera puesta en tela de juicio. Ciertamente, seguramente la honestidad y la profesionalidad estén garantizadas a largo plazo, pero no parece que el contraste de calidad llegue a hacer mucha mella, especialmente si se limita a lo que hasta ahora hemos visto. Por el momento, ni siquiera parecen

haber tenido efecto alguno los masivos errores de calificación en el segmento *subprime* de EE.UU. Excepto quizás en un efecto un tanto perverso que agrava el problema de prociclicidad, especialmente en la crisis. En el juicio de la calidad del *rating* hay una asimetría: las *agencias* pueden ver «penalizada» su reputación si otorgan un nivel de *rating* que resulta ser en exceso optimista, pero rara vez serán penalizadas por exigir garantías excesivas y hacer incurrir en costes innecesarios a los emisores.

En cuanto a los conflictos de interés derivados de posibles actividades de consultoría, en mi opinión se exageran y, por otra parte, son más fáciles de atajar. Por el momento el temor de las *agencias* a verse demandadas por este tipo de conflictos, tan débilmente definidos, está resultando en un entorpecimiento de los procesos de *rating* sin efecto positivo alguno que se pueda vislumbrar. Culpabilizar a las *agencias* por el tipo de estructuras de alto riesgo que proliferaron en EE.UU. es un error. Serán culpables de haberlas calificado mal, pero no de haberlas inventado o propuesto. Finalmente, respecto a la posibilidad de exigir responsabilidades, nunca podrá ser por el error que puedan cometer en sus juicios, pues de opiniones se trata. Cuestión distinta es la posibilidad de exigir responsabilidades por negligencia en el desarrollo de su trabajo, por ejemplo en el uso de información, o por cuestiones relacionadas con la difusión de sus opiniones, muy especialmente en lo que se refiere conflictos de información privilegiada. Sobre esto último, sorprende la escasa repercusión de lo ocurrido recientemente (10/11/2011) con S&P y el *rating* de Francia. La *agencia* comunicó por error que había rebajado el *rating* AAA de Francia. Una noticia de extraordinaria repercusión económica y política que posteriormente la *agencia* atribuyó a un error técnico. Lo que más debería preocupar de este incidente no es tanto el supuesto error, sino el hecho de que una información de dicha relevancia fuera transmitida de manera privilegiada a ciertos abonados de pago a sus servicios de información. Esto es inadmisibles desde el momento en que los *ratings* han pasado a formar parte de la regulación. Actualmente las *agencias* de calificación son una fuente de información privilegiada, y este aspecto ni siquiera ha entrado todavía en la agenda de los reguladores. Es también exigible a las *agencias* algo que ya respeta la mayoría de los proveedores de información pública relevante para los mercados: un procedimiento que especifique qué, cómo y cuándo, y garantice imparcialidad (15).

VII. CONCLUSIONES

La existencia de las *agencias* de calificación responde al problema de la desigual información en poder de inversores y emisores de deuda. La presencia de expertos independientes especializados en el análisis del riesgo de crédito es además necesaria por la complejidad

de algunos instrumentos financieros. Las *agencias* y los *ratings* han tenido un papel muy positivo en el desarrollo de los mercados y en la expansión del crédito, y son un instrumento necesario para el funcionamiento del sistema financiero, del que ya forman parte inseparable. Sin embargo, no todo son elementos positivos y, precisamente por la importancia que han adquirido unas y otros, los elementos negativos se han hecho más notorios y preocupantes.

Un hecho que parece a veces olvidado es la existencia de diferencias fundamentales de significado entre los *ratings* que otorgan las distintas *agencias*, pues utilizan criterios de medida de riesgo distintos. No es igual expresar el riesgo en términos de probabilidad de fallido o de pérdida esperada. Esta diferencia cuestiona la ligereza con la que se establecen equivalencias de *rating* entre *agencias*, especialmente a efectos de regulación. No hay equivalencia posible entre las escalas de las *agencias* que pueda ser enunciada con carácter general.

Por otro lado, tampoco parece tomarse en consideración el hecho de que las *agencias* otorguen un significado a sus *ratings* exclusivamente ordinal. La regulación, por ejemplo en el caso de su aplicación a los requisitos de capital para las entidades de crédito, está implícitamente asignando valores absolutos a los distintos niveles de riesgo; por cierto, una vez con significado de probabilidad de fallido y otras de pérdida esperada.

Otro elemento a considerar es la escasa evidencia empírica sobre la validez del *rating* como instrumento de ordenación de riesgos, incluso en su aspecto exclusivamente ordinal. En general, en todos sus ámbitos de aplicación se puede afirmar que los *ratings* diferencian correctamente cuando se trata de separar los denominados niveles de inversión de los especulativos, e incluso dentro de los distintos niveles de estos últimos, pero no más. Es decir, la probabilidad de fallido o pérdida esperada de los activos clasificados como de nivel de inversión resulta ser efectivamente inferior a la de los que son clasificados como de nivel especulativo. Sin embargo, prácticamente no existe evidencia que permita afirmar algo similar cuando se trata de activos situados en los distintos niveles de inversión. En consecuencia, tampoco existe evidencia que permita otorgar un significado a los niveles intermedios utilizados por las *agencias* en sus escalas de *rating*. Por tanto, la finura de las escalas de las *agencias* para los niveles de inversión (diez niveles) podría ser calificada de mero ejercicio teórico. De hecho, la obtención de evidencia sobre el comportamiento de emisores y activos situados en la parte alta de las escalas de *rating* es casi un imposible, tanto por la escasez de observaciones de fallido como por los condicionantes del significado del *rating* que las *agencias* dicen defender.

La escasa evidencia empírica contrasta con la precisión y el rigor con la que la regulación utiliza las escalas de *rating*. El requisito de grado de inversión, una frontera muy utilizada en la regulación (desde los años treinta del pasado siglo), aunque no pueda ser identificada con un valor absoluto de probabilidad de fallido o pérdida, al menos tiene cierto soporte empírico. Sin embargo, la frontera del triple-A, cada vez más utilizada y primada por los reguladores, carece de cualquier soporte. La extendida utilización de los *ratings* en la regulación de las entidades, los productos y los mercados financieros otorga un nuevo significado y valor a los *ratings* y ha contribuido a devaluar su función informativa. Esta función certificadora de los *ratings* introduce inestabilidad en el sistema y agudiza el problema de su prociclicidad.

Un caso especial de rigor regulatorio es la exigencia de dos *rating* triple-A (al ser emitidos) a los bonos de titulización para acceder a descuento en el BCE. Este requisito carece de fundamento alguno en términos de garantía de calidad de riesgo y es discriminatorio frente a otros instrumento como los *covered bonds* (16). Esta arbitrariedad, junto con el mayor nivel de *haircut* que les aplica el BCE, contribuye a transmitir la idea de que los productos de titulización son tóxicos por naturaleza.

El papel de las *agencias* en la gestación de la burbuja de deuda, el estallido de la crisis y su posterior evolución ha dado lugar a nueva regulación que pretende limitar los problemas derivados de su modelo de negocio y de la ausencia de responsabilidad. No obstante, hasta el momento la regulación es de alcance muy limitado, y no entra en los aspectos más importantes: el significado de los *ratings* y el alcance de su utilización. Es evidente la dificultad de eliminar los *ratings* de la regulación financiera a corto plazo; sin embargo, sí se deberían modular atendiendo a lo que la evidencia empírica y el sentido común nos dicen. Las *agencias* han respondido al problema de la inestabilidad de los *ratings*, y a los efectos nocivos que esto causa, «afinando» aún más las escalas mediante la introducción de calificaciones a los niveles (*watch*, *outlook*, etc.). Este esfuerzo de las *agencias* por aportar más información va en la dirección equivocada. Se debe abandonar la utopía de disponer de un indicador sintético del riesgo con pretensiones de continuidad, universalidad y transversalidad. No es en la «finura» de las escalas donde se debe mejorar, cuyos escalones deberían limitarse drásticamente al menos a efectos regulatorios, sino quizás en utilizar indicadores multivariantes adaptados en cada caso al ámbito de su aplicación, pues no es lo mismo pretender categorizar el riesgo de una empresa industrial que el de un producto de financiación estructurada. Quizá no se debería pretender clasificar los activos en más de cinco escalones, al tiempo que los *ratings* deberían estar compuestos de tres o cuatro variables explícitas.

Por lo que respecta al *rating* de la deuda de los países, los episodios de inestabilidad a los que recientemente hemos asistido, como consecuencia de cambios o avisos de posibles cambios de *rating*, no sólo en países en situación crítica sino también cuando se ha tratado de países de la más alta calificación, deberían ser razón suficiente para la eliminación de cualquier mención a los *ratings* en la regulación. Hay evidencia de que, especialmente en este ámbito, los *ratings* no son un indicador adelantado de riesgo, sino retrasado. Esto hace que los cambios y avisos de posibles cambios de *rating* no contengan información nueva, puedan ser considerados ruido y sean procíclicos.

Finalmente, para al menos mitigar el ruido creado por la información de las *agencias*, deberían regularse sus procedimientos de difusión de información. Los *ratings* y las opiniones de las *agencias* contienen información susceptible de afectar a los mercados; por tanto, es exigible que no se produzcan situaciones de información privilegiada. Si los *ratings* están en la regulación y las *agencias* se benefician de dicha situación, es exigible que la información que generan sea de libre acceso, sin coste y de difusión imparcial. Si no pueden ser sujetos de responsabilidad por las opiniones que emiten, sí deben serlo por cómo las transmiten.

Como consideración final, debería olvidarse la pretensión de que los *ratings* sirvan para predecir eventos extremos. O, dicho de otra manera, no se debería actuar como si la exigencia del máximo nivel de *rating* a un activo fuera garantía de inmunidad frente a eventos extremos. Por tanto, abandónese el fetiche del triple-A. En todo caso, la regulación debería hacer más énfasis en la calidad y la transparencia de la información según el tipo de ente calificado (empresa, banco, financiación estructurada) y depender menos de medidas sintéticas de riesgo, con pretendida validez universal y de largo plazo, surgidas de auténticas cajas negras.

NOTAS

(*) El autor agradece los comentarios siempre valiosos de Santiago Comín, Carmen Barrenechea, Manuel González y Borja Sáez, con los que comparte interés por esta materia. Sin su dedicación diaria a «lidiar» con las *agencias de rating* esta nota no habría podido ser escrita. Los errores, insuficiencias y juicios de valor que puedan haberse deslizado en el texto son de la exclusiva responsabilidad del autor.

(1) GONZÁLEZ *et al.* (2004) revisan la literatura existente previa a la crisis. DEB *et al.* (2011) es otra interesante referencia.

(2) Probabilidad de fallido y pérdida esperada de un ABS triple-A a dos años de S&P y Moody's, respectivamente, según sus tablas actuales.

(3) Cuando se trata de la calificación de las distintas series de un fondo de titulización, la diferencia entre las *agencias* es muy importante, y puede dar lugar a exigencia de garantías (mejoras de crédito) muy dispares. Esto hace que al «estructurar» una operación de titulización la elección de *agencia* pueda ser muy relevante en términos de coste. En general, el criterio de «probabilidad de fallido» per-

judica relativamente a los tramos senior de calificación muy alta, pues requiere condiciones muy exigentes para reducir la probabilidad de que no se llegue a dejar de pagar un solo euro, aunque éste pueda ser recuperado. Por el contrario, el criterio de «pérdida esperada» perjudica relativamente a los tramos subordinados. Así, en general, para una estructura estándar de varios tramos dada, Moody's otorgará un mejor *rating* que S&P en los tramos senior, y al revés en los subordinados.

(4) No deja de llamar la atención que refiriéndose los *ratings* a pérdida esperada (o probabilidad de fallido) sean utilizados por la normativa de Basilea para determinar el capital regulatorio que corresponde a cada activo, pues el capital se supone que debe responder a la pérdida inesperada. A las pérdidas esperadas debe hacerse frente con las provisiones. Éstas, sin embargo, se establecen por criterios que no se vinculan al *rating*, sino al tipo de activo y a su situación de pago.

(5) También ha sido verificada, aunque en menor medida, en el ámbito del *rating* de países (IMF, 2010).

(6) Standard & Poor's, *Global Credit Portal. Ratings Direct*, 29 noviembre 2011.

(7) En el caso de los ABS, que típicamente incorporan mejoras de crédito, puede ocurrir que con el paso del tiempo el propio proceso de amortización dé lugar a un mayor peso de la mejora sobre el saldo pendiente, y esto suponga un mejor *rating*. La mayoría de los cambios de *rating* producidos en los últimos tres años lo han sido por causa de cambios de criterio de las *agencias*.

(8) En el caso de S&P, el nivel de inversión comienza en BBB-. En el caso de Moody's, comienza en Baa3.

(9) PARTNOY (2006), SYLLA (2002). El documento de la Comisión Europea (2010) contiene una relación de normas de la EU afectadas por los *ratings*.

(10) En 2007, de manera un tanto súbita, las *agencias* desencadenaron una rebaja de calificaciones masiva de operaciones vinculadas a hipotecas *subprime*. En los primeros once meses de 2007 rebajaron la calificación a 8.822 RMBS y a 11.892 CDO. Esta rebaja ocurrió muy concentrada entre julio y octubre.

(11) Las *monoline* son aseguradoras fuertemente capitalizadas cuyo negocio es «ceder» su propio *rating* a obligaciones de terceros, otorgándoles una garantía a cambio de una comisión. Las más grandes eran las estadounidenses MBIA y Ambac, especializadas en respaldar bonos municipales y financiación de infraestructuras. Sin embargo, durante la burbuja de deuda expandieron su actividad a todo tipo de operaciones y bonos estructurados. El anuncio de la pérdida de su *rating* triple-A en 2007 provocó auténtico pánico de *meltdown*.

(12) La titulización incluye todos los bonos respaldados por activos que se emiten a través de vehículos fuera de balance (SPV). En terminología anglosajona: los *Asset Backed Securities* (ABS) de todo tipo de categorías de activos y los *Collateralized Debt Obligations* (CDO) típicamente contruidos utilizando otros ABS reales o virtuales. Por su parte los *covered bonds* son emisiones directas de las enti-

dades que incorporan la garantía de una cartera de activos, hipotecarios o del sector público.

(13) Sobre la importancia de las *agencias* en la política, SINCLAIR (2005).

(14) PARTNOY (2006) resulta especialmente relevante por ser anterior al estallido de la crisis.

(15) Los problemas de información privilegiada y acceso a información de las *agencias* están ya apuntados en IOSCO (2003).

(16) Este requisito ha sido relajado en diciembre de 2011 para algunos bonos de titulización.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLTON, P.; FREIXAS, X., y SHAPIRO, J. (2010), «The credit *ratings* game», *Working paper*, CEPR.
- CANTOR, R., y PACKER, F. (1994), «The credit *rating* industry», *Federal Reserve Board of New York Quarterly Review*, verano/otoño.
- COMISIÓN EUROPEA (2010), «Public consultation on credit *rating* agencies», European Commission, Directorate General Internal Market and Services, 5 de noviembre.
- DEB, P.; MANNING, M.; MURPHY, G.; PEÑALVER, A., y TOTH, A. (2011), «Wither the credit *ratings* industry?», *Financial Stability Paper* n° 9, Bank of England.
- GALIL, K. (2003), «The quality of corporate credit *ratings*. An empirical investigation», *Working Paper*, Berglas School of Economics, Tel-Aviv University.
- GONZÁLEZ, F. *et al.* (2004), «Market dynamics associated with credit *rating*. A literature review», *European Central Bank Occasional Paper Series*, n° 16, junio.
- HILSCHER, J., y WILSON, M. (2010), «Credit *rating* and credit risk», *Working Paper*, Brandeis University.
- IMF (2010), «The uses and abuses of sovereign *ratings*», *Global Financial Stability report*, capítulo 3, octubre.
- IOSCO (2003), «Report on the activities of credit *rating* agencies», The Technical Committee of the IOSCO, septiembre.
- KEALHOFFER, S.; KWOK, S., y WENG, W. (1998), «Uses and abuses of bond default rates», KMV Corporation, *Document Number 999-0000-039*, marzo.
- PARTNOY, F. (2006), «How and why credit *rating* agencies are not like other gatekeepers», Legal studies research paper series, University of San Diego, *Research Paper* n° 07-46, mayo.
- SINCLAIR, T. (2005), *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press.
- SYLLA, R. (2002), «An historical pime on the business of credit *rating*», en *ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, LEVCH, MADNONI y REINHART (eds.), Kluwer Academic Publishers, NY.

Calificación crediticia, titulización y crisis financiera: evidencia para España

Santiago Carbó Valverde
David Marqués-Ibáñez
Francisco Rodríguez Fernández

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha sugerido la necesidad de reformar distintos aspectos de la arquitectura financiera mundial, a los que se asocian algunos de los desequilibrios más importantes que se han producido. La titulización de activos —entendida como la composición de una cartera de diversos activos de naturaleza similar bajo un mismo título, donde se transmite la propiedad legal de flujos de caja y/o riesgo de crédito del propietario inicial al comprador— se ha revelado como uno de los elementos que requiere mejoras en su funcionamiento, regulación y supervisión. Sobre todo, en aquellos casos en los que la titulización había derivado hacia prácticas que reportaban escaso valor añadido, o cuyo potencial de exportar riesgo sistémico al total del sistema financiero ha contribuido, junto con otros factores, a un contagio global del que aún adolecen los mercados de deuda de todo el mundo. De forma similar, el papel de las agencias de *rating* en este contexto ha sido también criticado, dado que estas instituciones otorgaron la máxima calificación crediticia posible a muchos de esos títulos, que sin embargo poseían un elevado grado de riesgo y escaso valor, hasta el día mismo en que algunos de ellos arrojaron pérdidas significativas y provocaron una espiral de desconfianza e incertidumbre en los mercados.

Recientemente, la comisión del mercado de valores estadounidense —la Securities and Exchange Commission (SEC)— ha publicado un informe (SEC, 2011) en el que imputa a estas agencias una parte significativa de la responsabilidad en los fallos que produjeron los colapsos financieros observados en 2007 y 2008 en los mercados de deuda y bancarios, y sugiere un amplio conjunto de acciones para mejorar su funcionamiento y su supervisión. De forma similar, en Europa, la reforma de la regulación de las agencias de calificación ha

sido sometida a consulta desde junio de 2010 por parte de la Comisión Europea, sugiriéndose incluso la posibilidad de crear una agencia europea, o un sistema de agencias europeo, que permita una evaluación de los riesgos más eficiente que la que se ha desarrollado hasta ahora (1).

En general, el impacto del *rating* va más allá de los problemas de información asimétrica y los fallos de mercado que se hayan podido producir. Las consecuencias de mayor impacto son aquellas que se refieren a la economía real y que, *grosso modo* y sin entrar en valoraciones, pueden sintetizarse en las tres siguientes:

— La calificación crediticia está teniendo en la deuda soberana un punto de referencia durante la crisis. Las agencias de calificación de referencia han aplicado numerosas rebajas de *rating* a la deuda de un amplio conjunto de países europeos, e incluso a la de Estados Unidos. Estas rebajas se han producido, en muchos casos, en un contexto de planes de austeridad y consolidación fiscal en el que la pérdida de calidad crediticia no ha hecho sino redundar sobre los costes de financiación de los gobiernos y las empresas de estas economías. Esta dicotomía entre los esfuerzos fiscales y las reducciones de *rating* ha avivado aún más la polémica sobre la eficiencia y el papel de estas instituciones.

— La titulización, y en general la emisión de deuda, es un mecanismo fundamental para resolver las significativas restricciones de liquidez y financiación que, en la actualidad, afrontan las entidades bancarias. Sin embargo, la calidad crediticia de muchas de las instituciones emisoras —y las propias condiciones de mercado derivadas del problema anterior de deuda soberana— dificultan que los mercados de deuda puedan funcionar con la suficiente profundidad.

— Las restricciones de liquidez que se derivan del estancamiento de los mercados de deuda y titulización impactan asimismo en el racionamiento del crédito de las instituciones financieras, y dificultan la recuperación de la inversión productiva.

Este artículo se centra fundamentalmente en la segunda y tercera de las implicaciones señaladas, dado que el problema de la deuda soberana requeriría de un tratamiento individualizado. En el artículo se persiguen dos objetivos fundamentalmente:

— En primer lugar, se analiza el funcionamiento de las agencias de *rating* en relación con las entidades financieras y la titulización que éstas desarrollan. Para ello, se analizan los resultados al respecto que ha ofrecido hasta la fecha la literatura teórica y empírica.

— En segundo lugar, se estudia qué factores pueden explicar que las calificaciones crediticias no reflejen de forma completamente eficiente los riesgos inherentes a la titulización, y qué impacto pueden haber tenido estas deficiencias sobre el crédito. Para ello, se hace referencia a algunos resultados recientes obtenidos por los autores para el caso español.

El artículo se estructura en tres apartados que siguen a esta introducción. En el apartado II, se aborda el funcionamiento de las agencias de *rating* y su impacto sobre la titulización y el crédito antes y durante la crisis; en el III, se ofrece una visión de conjunto de la titulización crediticia en España y del papel de los *ratings* para la misma y para el crédito. El artículo se cierra en el apartado IV con las principales conclusiones.

II. EL FUNCIONAMIENTO DE LAS AGENCIAS DE *RATING*: IMPACTO EN LA TITULIZACIÓN Y EL CRÉDITO

1. Incentivos, transparencia y estructura de mercado en el *rating*

En el debate sobre el funcionamiento de las agencias de *rating* se destacan habitualmente los problemas de incentivos que teóricamente estas agencias afrontan. Como señalan Bolton *et al.* (2012), la fijación de precios de las agencias de *rating* es uno de los aspectos que precisa de una intensa revisión. Aun cuando buena parte de las comisiones que estas instituciones cobran están prefijadas, muchas de ellas están sometidas a negociación en la práctica, lo que entraña una incidencia potencial sobre la calificación obtenida. Parte del problema se deriva del modelo de negocio de las agencias de crédito, según el cual los emisores de un título deben pagar a las agencias para poder obtener un *rating* (2). En este sentido, el problema radica en que si el emisor no está contento con el *rating* conseguido, puede inten-

tar obtener otra calificación de otra agencia más favorable, lo que puede introducir distorsiones, creando un fenómeno conocido ya comúnmente como *rating shopping*. Este problema se acentuaría en principio en sectores particularmente opacos, tales como el sector financiero o los mercados de titulización.

Al mismo tiempo, se debe señalar que a menudo existe transparencia limitada sobre las metodologías de evaluación crediticia. Para evaluar algunos títulos, se emplean conjuntos de información mucho más amplios que en otros, y la fiabilidad de los datos primarios a los que las agencias de *rating* tienen acceso no es lo suficientemente amplia para realizar una evaluación adecuada.

Otra dimensión que parece mejorable respecto a las agencias de calificación es la referente a la estructura competitiva. La industria de calificación crediticia está excesivamente concentrada a escala internacional, dominada mayormente por tres grandes agencias: Standard & Poor's, Moody's y Fitch. Precisamente, las propuestas anteriormente mencionadas de la Comisión Europea van orientadas a tratar de fomentar la competencia y ofrecer alternativas de suficiente amplitud y profundidad para operar en este mercado.

2. Titulización, riesgo y calificación crediticia

Al margen de las cuestiones relativas al funcionamiento de las agencias de *rating*, conviene también analizar su papel en las operaciones de titulización de las entidades financieras, al servir de referencia de la calidad crediticia de los títulos y ser, por lo tanto, esenciales en la formación de precios de éstos. Recientemente, un conjunto creciente de estudios se ha centrado en el análisis de los incentivos de las entidades financieras a adoptar riesgos cuando crean titulizaciones de activos, y de la medida en que los *ratings* reflejan esos riesgos. Parte de estos estudios analizan si este mecanismo financiero induce a aumentar el apetito por el riesgo de las entidades financieras. Investigaciones empíricas recientes ofrecen evidencia de que la titulización tiene un impacto negativo sobre la solidez financiera de los bancos y su predisposición a adoptar riesgos (Krahnén y Wilde, 2006; Hansel y Krahnén, 2007; Michalak y Uhde, 2010).

El arbitraje regulatorio, entendido de forma amplia como la oportunidad para explotar diferentes regulaciones en distintas jurisdicciones, también ha sido asociado como uno de los factores que induce a adoptar más riesgo en las titulizaciones. En particular, las instituciones financieras pueden aumentar potencialmente sus ratios de capital titulizando préstamos y reduciendo, de esa manera, sus necesidades de capital impuestas por reguladores (Calem y Lacour-Little, 2003). Esto ha podido conducir a algunas entidades a titular los

préstamos de menor riesgo y mantener los de mayor riesgo, de modo que los préstamos titulizados han experimentado menores impagos *ex-post* que los préstamos en balance (Ambrosio *et al.*, 2005).

La posible falta de sincronía entre el riesgo de los préstamos titulizados y los del balance tiene un efecto de destrucción de información que es costosa para el intermediario. En particular, los inversores pueden interpretar estas diferencias en el riesgo dentro y fuera de balance como una señal de debilidad financiera (De Marzo, 2010; Ashcraft y Schuermann, 2008). En este sentido, un conjunto algo más reciente y reducido de estudios analiza la dinámica de los cambios en el *rating* sobre la adopción de riesgo. En este sentido, Higgins *et al.* (2010) muestran que las rebajas de *rating* de los fondos de titulización (*asset-backed securities*, o ABS) tienen un impacto negativo sobre la estabilidad (mayor volatilidad) del banco emisor.

En todo caso, existe también evidencia de que las calificaciones crediticias no fueron suficientemente exigentes durante los años anteriores a la crisis, como sugieren Ashcraft *et al.* (2010) para el mercado de fondos de titulización hipotecarios (*mortgage-backed securities*, o MBS) estadounidense entre 2005 y 2007. Estos resultados sugieren que las agencias de *rating* adoptaron un papel algo más pasivo en fases expansivas y pueden llegar a sobrereaccionar en las recesiones.

En general, la mayoría de los indicadores de riesgo crediticio derivados de información de los mercados mostraban una situación excesivamente optimista de la situación de solvencia de empresas y de los títulos emitidos en los años anteriores. Sin embargo, cabe preguntarse en qué medida las agencias de calificación deberían haber tenido un papel más proactivo, reflejando un riesgo más a largo plazo en las titulizaciones de activos, y permitiendo de este modo una mejor acomodación de la financiación crediticia a los riesgos de ésta. Éste es un elemento fundamental, ya que las calificaciones de *rating* tienen, en principio, el objetivo de evaluar la solvencia y la capacidad de pago de los emisores a largo plazo (*over-the-cycle*) sin tener en cuenta las posibles desviaciones a corto plazo en la solvencia derivadas del ciclo económico.

La crisis ha demostrado que la titulización es muy dependiente de las percepciones de los mercados y de la estabilidad de éstos. En particular, cuando la incertidumbre financiera ha aumentado, de forma particular desde 2007, estos mercados han reducido su actividad de forma muy significativa. Como señalan, entre otros, Fahri y Tirole (2009) o Kane (2010), los fallos en los mercados de titulización —entre ellos, los que se produjeron en las calificaciones crediticias— contribuyeron a generar una burbuja en aquéllos y todavía no se han establecido los mecanismos necesarios para

su estabilización y para reducir el riesgo de contagio sistémico.

3. Titulización y transferencia de riesgo

Una de las ideas fundamentales de la mayor parte de las titulizaciones es que el riesgo de crédito se transmite cuando el emisor vende el título al adquirente. De hecho, gran parte de la titulización en los años previos a la crisis generó un mercado «para la transferencia del riesgo». El desarrollo de la titulización ha permitido a las entidades financieras explotar el concepto de riesgo remoto (*remotedness*), en el sentido de lograr reducir los riesgos fuera de balance transmitiéndolos a otros participantes del mercado. Como se indicó anteriormente, esto ha podido permitir a las instituciones financieras reducir la presión de los requerimientos de capital derivados de sus activos más arriesgados.

Algunos estudios han analizado el impacto de la titulización en la estabilidad financiera desde una perspectiva más amplia. La idea general es que la disponibilidad de mecanismos de transferencia de riesgo ha cambiado el papel tradicional de originador y distribuidor de crédito de las entidades financieras. Este cambio tiene implicaciones sobre los incentivos de estas entidades para asumir nuevos riesgos (Shin, 2009). Sin embargo, es preciso reconocer que la visión académica prevaleciente antes de la crisis era que la titulización, en general, aportaba estabilidad, diversificación y liquidez al conjunto del sistema financiero (Greenspan, 2005; Duffie, 2008). Estudios como el de Jiangli y Pritsker (2008) sostienen que la titulización incrementa la rentabilidad bancaria. Otros estudios encontraron incluso que las entidades más activas en el mercado de titulización tienen un menor riesgo de insolvencia (Duffie y Zhou, 2001; Cebenoyan y Strahan, 2004; Jiangli *et al.*, 2007).

Sin embargo, progresivamente, se desarrollaron puntos de vista cada vez más escépticos sobre el impacto de la titulización en la estabilidad del sistema financiero. Algunos estudios señalan que, al tiempo que la titulización genera liquidez, podría también estimular el apetito por el riesgo de los bancos (Calem y Lacour-Little, 2003; Wagner, 2007) e incluso puede generar riesgos sistémicos (Brunnermeier y Sannikov, 2010).

En este contexto de reconsideración del papel de la titulización de activos, ésta fue identificada al inicio de la crisis como uno de los elementos que más habían escapado al control regulatorio, lo que habría contribuido a propiciar el contagio en los mercados financieros. Los llamados «productos estructurados de crédito» se identificaron con estos problemas. En concreto, los vehículos de inversión que invertían en titulizaciones, y estaban a su vez financiados por deuda a corto plazo, centraron parte de la atención internacional duran-

te las primeras etapas de la crisis. Muchas de las grandes entidades financieras (sobre todo en Europa) más importantes se vieron afectadas, con diferente grado de exposición, cuando estos productos estructurados comenzaron a arrojar importantes pérdidas. En otros países, incluso en algunos donde el incidencia de los problemas acaecidos en estos productos estructurados de inversión no tuvieron tanta incidencia en el sector bancario (como en España), estos mecanismos financieros relativos a la titulización en sentido amplio pudieron tener otros efectos. Así, por ejemplo, algunas economías experimentaron incrementos muy significativos en los precios de la vivienda en los años anteriores a la crisis, en parte impulsados por el crecimiento del crédito que, a su vez, se benefició de la financiación proporcionada por los activos titulizados (Loutskina y Strahan, 2009, Altunbas *et al.*, 2010).

En un amplio número de países que experimentaron aumentos muy sustanciales del crédito, la actividad de titulización probablemente reforzó el efecto de retroalimentación entre el aumento de precios de la vivienda y la expansión del crédito. El crecimiento en la emisión de títulos pudo llevar, en esta dirección, a relajar los estándares de concesión de crédito y hacer más flexible de selección de los prestatarios. Esto fomentó un mayor crecimiento del crédito en los años anteriores a la crisis, habiéndose encontrado evidencia en este sentido en Estados Unidos (Keys *et al.*, 2010). Esto se debe a que la titulización hace que se distinga entre el originador del crédito y el tenedor final del crédito titulado, siendo difícil para los inversores identificar el riesgo de

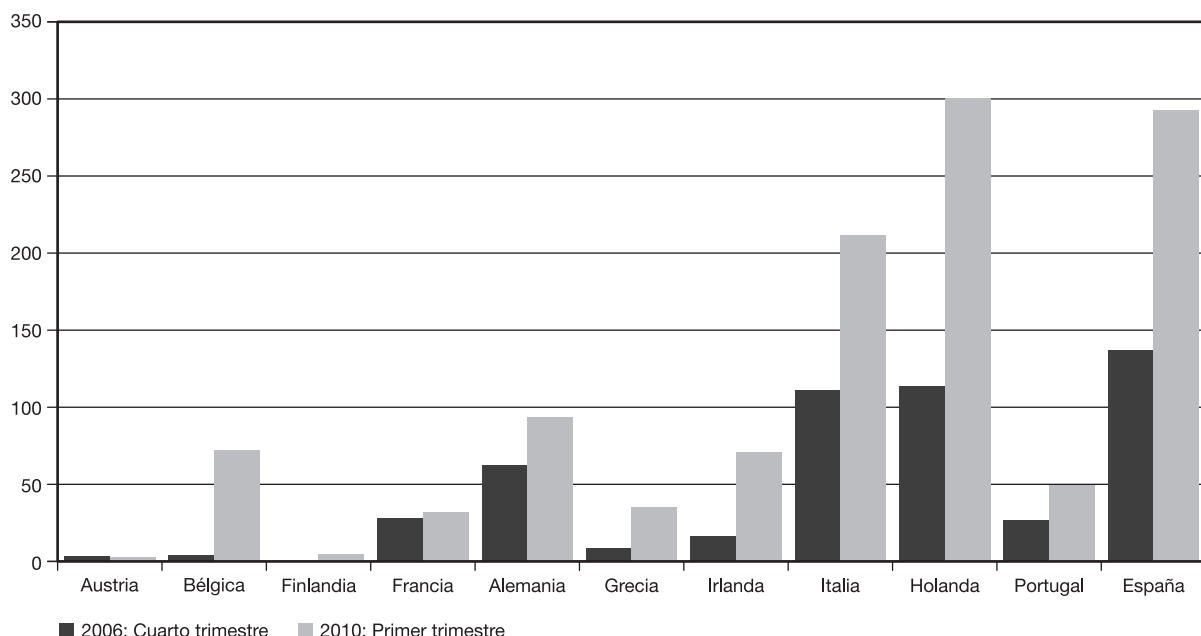
impago del préstamo. Una de las mayores referencias a tal efecto para inversores son los *ratings*. Por lo tanto, la titulización puede reducir potencialmente los incentivos de los prestamistas de seleccionar y monitorizar a los prestatarios y provocar que, por extensión, ello repercuta en la calidad del préstamo. Debe tenerse en cuenta, en cualquier caso, que existen otros factores que probablemente contribuyeron a las prácticas más laxas de concesión de crédito en los años previos a la crisis. Entre éstos, un aumento de la competencia en el sector bancario, los desequilibrios financieros externos, el nivel de deuda del sector privado, algunos problemas de gobierno corporativo en la industria financiera y una posible política monetaria laxa.

III. TITULIZACIÓN, CRÉDITO Y CALIFICACIÓN CREDITICIA EN ESPAÑA

1. Titulización, crédito e inestabilidad financiera en España

Puesto que el principal foco del análisis de este artículo es la titulización de créditos y el papel del *rating* en éstos, el análisis desarrollado se centra en los dos tipos de títulos que más crecimiento han experimentado en este mercado, y que suponen una transferencia de riesgo y de flujos de caja: los fondos de titulización hipotecarios (o MBS) y los fondos de titulización de otros activos (ABS), que en este análisis se restringen a créditos al consumo y a empresas. Aunque otros títulos simila-

GRÁFICO 1
SALDO VIVO DE MBS Y ABS POR PAÍS DE LA ZONA EURO
(En miles de millones de euros, 2010, primer trimestre)



res, como las cédulas hipotecarias (*covered bonds*), también han registrado un crecimiento muy considerable en los últimos años en España, esos títulos no se consideran en este estudio porque, desde una perspectiva teórica, no se asocian a la transferencia de riesgo total, ya que siguen contando con la garantía adicional de los emisores de las cédulas.

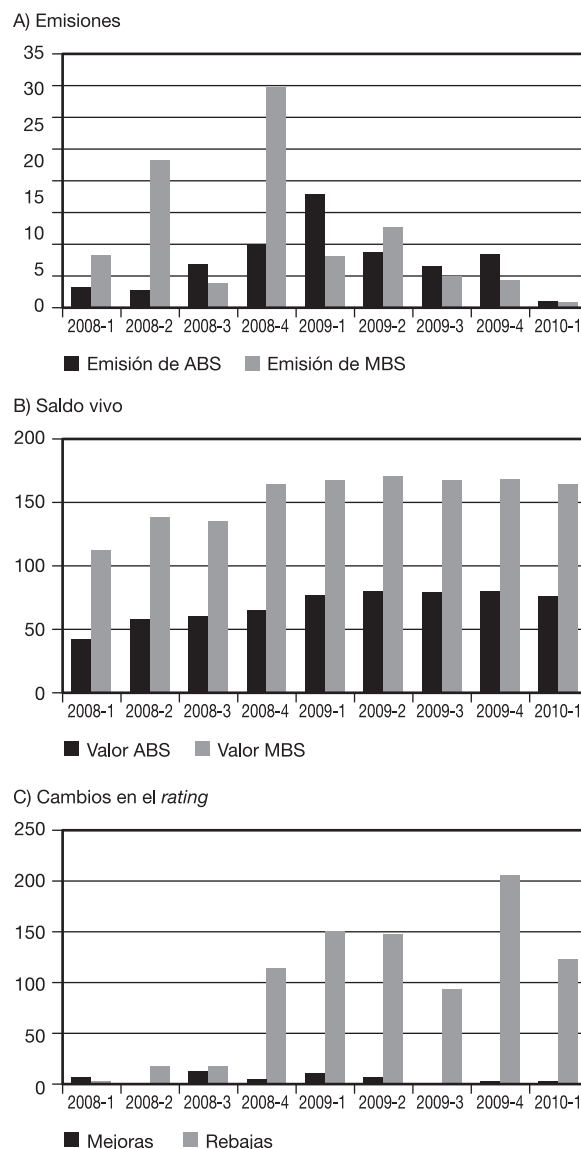
En cuanto a la regulación específica de estos instrumentos en España, fue en 1992 (Ley 19/1992, de Instrumentos de Titulización) cuando se autorizó la creación de sociedades instrumentales para titular los préstamos hipotecarios. La autorización legal para la creación de sociedades instrumentales en este ámbito se concedió en 1998 (Real Decreto 926/1998).

En una perspectiva europea, la relevancia de la titulización crediticia en España es muy considerable. Empleando los datos del European Securitization Forum, el gráfico 1 muestra la emisión y los valores en circulación de MBS y ABS en una selección de países de la eurozona entre 2006 y 2010. Holanda es el país con una mayor volumen generado de MBS y ABS en 2010 (0,30 billones de euros), seguida de España (0,29 billones de euros), Italia (0,21 billones de euros) y Alemania (0,09 billones de euros).

El gráfico 2 muestra la evolución de la emisión y los valores en circulación en España, así como el número total de cambios en el *rating* entre 2008 y 2010. La emisión de ABS creció constantemente, desde 3.000 millones de euros en 2008 hasta a 16.000 millones en 2009, para posteriormente disminuir progresivamente hasta 1.000 millones de euros en 2010. En cuanto a los MBS, la emisión alcanzó su máximo en el segundo trimestre de 2008 (20.000 millones de euros) para disminuir progresivamente hasta 3.000 millones en 2010 (véase parte A del gráfico). Los saldos vivos de estos títulos proporcionan una idea de la relevancia que ha alcanzado España en este mercado (parte B del gráfico). En particular, los ABS de créditos a empresas y al consumo crecieron desde 42.000 millones de euros en 2008 hasta 81.000 millones 2009, disminuyendo hasta los 75.000 millones en 2010. En cuanto a los MBS, los valores en circulación pasaron desde 112.000 millones de euros en 2.008 hasta 172.000 millones en 2009, reduciéndose hasta 164.000 millones en 2010.

Como muestran estos datos, desde 2009, la actividad de titulización en España se ha visto particularmente afectada de forma negativa por la incertidumbre y desconfianza en el mercado de deuda. En el gráfico 2 (parte C) se incluyen los cambios en el *rating* de las titulizaciones consideradas. Entre 2008 y 2010 se anunciaron 43 mejoras (*upgradings*) y 871 rebajas (*downgradings*) en la calificación de los MBS y ABS españoles. Este deterioro generalizado está vinculado a la evolución de la morosidad crediticia. Mientras que en 2007 la tasa de

GRÁFICO 2
FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIOS (MBS)
Y OTROS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS
(ABS) EN ESPAÑA: EMISIONES, SALDO VIVO
Y CAMBIOS EN EL RATING (2008-2010)
(En miles de millones de euros)

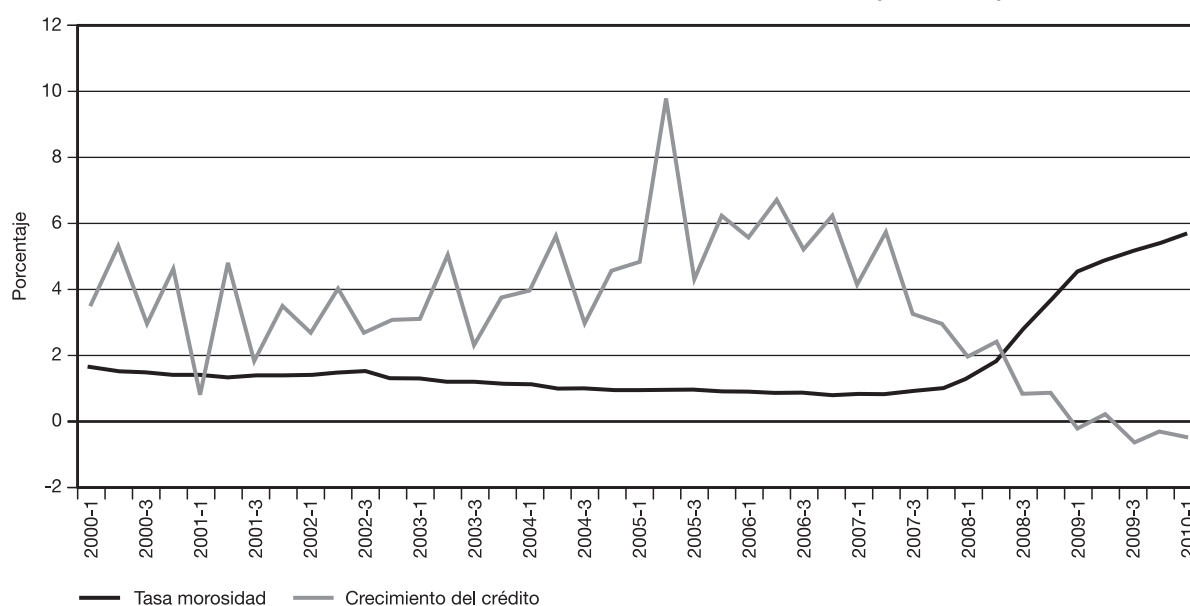


Fuente: European Securitization Forum, y elaboración propia.

morosidad se situaba en torno al 1 por 100, esta tasa aumentó hasta el 5,7 por 100 en 2010. Es importante destacar que el aumento de las tasas de morosidad estuvo precedido por un crecimiento del crédito muy significativo en los años anteriores y, en particular, durante el año 2006, cuando el crecimiento anual del crédito bancario fue, en promedio, del 25 por 100 (gráfico 3).

Poco se ha dicho o explorado sobre un posible papel para la titulización y el *rating* en el crecimiento del crédito en los países que experimentaron una burbuja cre-

GRÁFICO 3
CRECIMIENTO Y MOROSIDAD DEL CRÉDITO EN ESPAÑA (2000-2010)



Fuente: Banco de España.

diticia e inmobiliaria en los años anteriores a la crisis, como España. El precio de la vivienda en los años previos a la crisis creció abruptamente en algunos países europeos como Reino Unido, Irlanda y España. De hecho, en España los precios de la vivienda aumentaron en más del 180 por 100 entre 1997 y 2007. Carbó y Rodríguez (2010) analizan la relación entre los precios de la vivienda y el crédito hipotecario en España. Utilizando un análisis de cointegración y vectores de corrección del error (VEC) en una muestra que abarca el período 1988,4T a 2008,4T, encuentran que los precios de la vivienda y el crédito hipotecario interactúan en el corto y en el largo plazo. Sus resultados también sugieren que hubo un llamado «cambio de régimen» en los préstamos hipotecarios en España a partir de 2001, ya que a partir de esa fecha la titulización de créditos hipotecarios creció sustancialmente (3). Sin embargo, Martín-Oliver y Saurina (2007) concluyen que el principal motivo tras el aumento de la titulización de préstamos en España entre 1999 y 2006 —por tanto, antes de la crisis financiera— eran las necesidades de financiación.

2. Titulización, crédito y *rating*: algunos resultados empíricos

Como muestran los estudios anteriormente señalados, en el trasfondo de este crecimiento sustancial de la titulización en España en los años anteriores a la crisis parecía estar el propio crecimiento del crédito bancario, que, al igual que en otras economías avanzadas, se había visto impulsado por el auge del sector inmo-

liario (Tornell y Westermann, 2002; Reinhart y Rogoff, 2009). En lo que se refiere a las implicaciones de la titulización sobre el crédito en España, un estudio reciente de los autores (Carbó *et al.*, 2011) presta atención a los determinantes del ciclo de crédito observado desde los años anteriores a la crisis (auge del crédito), concretamente desde 2000, hasta los episodios de inestabilidad financiera que tuvieron lugar desde 2007 hasta 2010, último año para el que se dispone de datos. En el análisis de la evolución de la titulización se presta especial atención al papel de las agencias de calificación en el *rating* de los dos tipos de títulos más relacionados con la actividad crediticia y la adopción de riesgo: como se señaló anteriormente, los fondos de titulización hipotecaria (MBS) y otros fondos de titulización (ABS).

El objetivo fundamental del análisis de Carbó *et al.* (2011) es tratar de identificar la posible existencia de un ciclo crediticio en el que las variaciones en los precios de la vivienda y la actividad de titulización pudieron haber llevado a relajar los estándares de calidad del crédito (aproximados mediante el *rating*) y la morosidad, contribuyendo, de este modo a la inestabilidad financiera. Los resultados de este estudio sugieren que:

— El crecimiento del crédito bancario afecta significativamente a la morosidad de los créditos con un retraso de, al menos, dos años. Esto significa que, en cierta medida, el crecimiento del crédito parece que adoleció por parte de las instituciones financieras de una visión demasiado centrada en el corto plazo, y acabó desembocando en un aumento muy significativo y rápido de

la morosidad para las entidades en las que los préstamos aumentaron de forma más considerable.

— Además, los cambios de calificación crediticia parecen venir explicados por las variaciones de la morosidad del crédito en el año anterior. Este resultado sugiere que las agencias de calificación parecen reaccionar con un cierto retraso a los cambios en la calidad de los activos titulizados.

— También se encuentra que las características del banco emisor (en particular, la solvencia observada, la generación de *cash-flow* y la rentabilidad), cuando otros factores son también considerados, parecen afectar significativamente a las calificaciones de la titulización. Este resultado es importante porque, en cierto modo, desafía al concepto de riesgo remoto (*remotedness*) asociado a la titulización. En particular, si los emisores trasladan riesgo a otros participantes en el mercado, la solvencia o rentabilidad de los primeros no debería, en principio, condicionar el rendimiento futuro del título, ya que éste debería estar sólo condicionado por la calidad de los activos subyacentes al mismo. Por lo tanto, que las características del emisor sí que afecten a la calificación crediticia puede interpretarse como un síntoma de ineficiencia en el funcionamiento de las agencias de *rating* en la medida en que las decisiones de éstas se ven influidas por otros factores inicialmente ajenos a la evolución del riesgo de los activos titulizados.

IV. CONCLUSIONES

En este artículo, se analiza el papel que la titulización y su calificación crediticia tienen sobre el crédito. Se muestra cómo la literatura académica ha identificado beneficios de la titulización (liquidez, profundidad de mercado) sobre el crédito, aunque también efectos potenciales negativos (mayor apetito por el riesgo y relajación de los estándares de evaluación crediticia). Asimismo, se repasan los problemas de incentivos y de transparencia informativa que afrontan las agencias de *rating* en la evaluación de estos títulos y que han podido explicar la falta de sincronía entre el *rating* otorgado a algunos títulos antes de la crisis y su rendimiento durante ésta.

Por otro lado, este artículo ofrece evidencia empírica para España, referida a investigaciones recientes de los autores, que indica que los cambios en la calificación de las agencias de *rating* parecen reaccionar con cierto retardo al aumento del riesgo de los créditos, y que la morosidad de estos créditos es mayor para las entidades financieras que en los años anteriores a la crisis experimentaron un mayor crecimiento del crédito. A su vez, ese crecimiento del crédito pudo verse estimulado por un mayor recurso a la titulización crediticia.

Tomados en su conjunto, estos resultados sugieren que la información que las agencias de *rating* pueden haber proporcionado a los inversores no refleja los riesgos de crédito esperados a largo plazo de forma adecuada y, por lo tanto, que es preciso aumentar su eficiencia informativa. Entre otros factores, las agencias de calificación parecen variar sus en parte influidas *ratings* por características ajenas a los activos de los títulos que evalúan (por ejemplo la rentabilidad o la solvencia del emisor), por lo que es preciso establecer mejoras en los sistemas de evaluación.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo corresponden exclusivamente a los autores y no tienen por qué coincidir con las (o suponen ninguna apreciación) de las instituciones a las que pertenecen.

(1) Las distintas acciones emprendidas por la Comisión Europea pueden encontrarse en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm

(2) Aunque esto no fue históricamente siempre así (White, 2010).

(3) En cuanto a la relación específica entre la financiación y los precios de la vivienda, Gimeno y Martínez-Carrascal (2010) llevan a cabo una aplicación al caso español. Esto representa la primera aproximación explícita a la interacción entre la financiación y los precios de la vivienda en España. Sus resultados muestran que los crecientes desequilibrios en el mercado de créditos hipotecarios tienden a bajar los precios de la vivienda en el largo plazo, mientras que los aumentos a corto plazo en créditos hipotecarios provocan un aumento de los precios de la vivienda. Del mismo modo, Martínez-Pagés y Maza (2003) utilizan un modelo de corrección del error, en el cual se postula el ingreso real y las tasas de interés nominales como las principales variables que explican la evolución de los precios de las viviendas españolas.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMAZÁN, A.; MARTÍN-OLIVER, A., y SAURINA, J. (2008), «Why do banks securitize assets?», mimeo.
- ALTUNBAS, Y.; GAMBACORTA, L., y MARQUÉS-IBÁÑEZ, D. (2010), «Securitization and the bank lending channel», *European Economic Review* 53, 8: 996-1009.
- AMBROSE, B.; M. LACOUR-LITTLE, y A. SAUNDERS (2005), «Does regulatory capital arbitrage or asymmetric information drive securitization?», *Journal of Financial Services Research*, 28: 113-133.
- ASHCRAFT A.; GOLDSMITH-PINKHAM, P., y VICKERY, J. (2010), «MBS ratings and the mortgage credit boom», Federal Reserve of New York, *Staff Reports* 449.
- ASHCRAFT, A., y SCHUERMANN, T. (2008), «Understanding the securitization of subprime mortgage credit», Federal Reserve Bank New York, *Staff Report* 318.
- BOLTON, P.; FREIXAS, F., y SHAPIRO, J. (2012), The credit ratings game, *Journal of Finance*, en prensa.
- BRUNNERMEIER, M.K., y SANNIKOV, Y. (2010), «A macroeconomic model with a financial sector», mimeo.
- CALEM, P.S., y LACOUR-LITTLE, M. (2003), «Risk-based capital requirements for mortgage loans», *Journal of Banking and Finance*, 28: 647-672.
- CARBÓ, S.; MARQUÉS, D., y RODRÍGUEZ, F. (2011), «Securitization, bank lending and credit quality», *Working Paper Series*, n.º 1329, abril, European Central Bank.

- CARBÓ, S., y RODRÍGUEZ, F. (2010), «The relationship between mortgage markets and housing prices: does financial instability make the difference», *Moneda y Crédito*, 230: 123-143.
- CEBENOYAN, A., y STRAHAN, P. (2004), «Risk management, capital structure and lending at banks», *Journal of Banking and Finance*, 28: 19-43.
- DUFFIE, D. (2008), «Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability, Bank for International Settlements», *Working Paper* 255.
- DUFFIE, G.R., y ZHOU, C. (2001), «Credit derivatives in banking: useful tools for managing risk», *Journal of Monetary Economics*, 48: 25-54.
- FARHI, E., y TIROLE, J. (2009), «Leverage and the central banker's put», *American Economic Review*, 99: 589-93.
- GIMENO, R., y MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. (2010), «The interaction between housing prices and loans for house purchase», *Journal of Banking and Finance*, 34, de próxima publicación.
- GREENSPAN, A. (2005), «Risk transfer and financial stability», Remarks to the Federal Bank of Chicago's *Forty-first Annual Conference on Bank Structure*, Chicago, Illinois.
- HANSEL, D., y KRAHNEN, J. (2007), «Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO Market», *Working Paper*, Center for Financial Studies, Goethe University Frankfurt.
- HIGGINS, E. J.; MASON, J. R., y MORDEL, A. (2010), «The information content of asset backed securities downgrades and the motivation behind them», mimeo.
- INSTEJFORD, N. (2005), «Risk and hedging: do credit derivatives increase bank risk?», *Journal of Banking and Finance*, 29: 333-345.
- JIANGLI, W., y PRITSKER, M. (2008), «The impacts of securitization on US bank holding companies», *Federal Reserve Bank of Chicago Proceedings*, mayo: 377-393.
- JIANGLI, W.; PRITSKER, M., y RAUPACH, P. (2007), «Banking and securitization», Federal Reserve Board, *Working Paper*.
- KANE, E. (2010), «The expanding financial safety-net: the Dodd-Frank Act as an exercise of denial and coverup», Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Conference on Reinventing Older Communities*, 30 de julio.
- KEYS, B.; MUKHERJEE, T.; SERU, A., y VIG, V. (2010). «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans», *The Quarterly Journal of Economics*, 125 (1): 14-53.
- KRAHNEN, J., y WILDE, C. (2006), «Risk transfer with CDOs and systemic risk in banking», Center for Financial Studies, Goethe University, *Working Paper*.
- LOUTSKINA, E., y STRAHAN, P.E. (2009), «Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage originations», *Journal of Finance*, 64: 861-889.
- MARTÍN-OLIVER, A., y SAURINA, J. (2007), «Why do banks securitize assets?», mimeo, Bank of Spain.
- MARTÍNEZ-PAGÉS, J., y MAZA, L. A. (2003), «Analysis of housing prices in Spain», Bank of Spain, *Working Paper* 0307.
- MICHALAK, T.C., y UHDE, A. (2010), «Securitization and systematic risk in European banking: empirical evidence», *Journal of Banking and Finance*, de próxima publicación.
- REINHART, C., y ROGOFF, K. S. (2009), *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, SEC (2011), *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, agosto (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/34-64514.pdf>).
- SHIN, H.S. (2009), «Securitization and financial stability», *The Economic Journal*, 119: 309-332.
- TORNELL, A., y WESTERMANN, F. (2002), «Boom-bust cycles in middle income countries: Facts and explanation, National Bureau of Economic Research», *Working Paper Series*, 9219.
- WAGNER, W. (2007), «The liquidity of bank assets and banking stability», *Journal of Banking and Finance*, 31: 121-139.
- WHITE, L. (2010), «Markets: The credit rating agencies», *Journal of Economic Perspectives*, 24: 211-226.

Regulación reciente de las agencias de *rating*

Ramiro Losada López

I. INTRODUCCIÓN

Las calificaciones crediticias (*ratings*) son opiniones sobre la probabilidad de que una emisión o emisor pague las cantidades adeudadas a tiempo. Las agencias de *rating* cumplen un papel importante en los mercados financieros, ya que permiten reducir la información asimétrica en dichos mercados. Normalmente, los inversores no conocen, al nivel que desearían, la capacidad crediticia del emisor y/o de la emisión en que quieren invertir. Los *ratings* ayudan a los inversores a conocer la capacidad crediticia de los emisores y/o emisiones, colocándoles en una escala cualitativa que va de mayor capacidad a menor, y que es fácilmente entendible por los inversores. Esta información contribuye a que los mercados de deuda sean más eficientes.

La industria de la calificación crediticia experimentó un gran crecimiento desde mediados de los años setenta del pasado siglo hasta el inicio de la actual crisis financiera. Se pueden destacar dos factores para explicar este crecimiento.

- Se incrementaron notablemente el número de participantes en los mercados de valores y su anonimato.

- Desde los años noventa del siglo XX, una parte creciente de la regulación financiera que se aplica en Europa, Estados Unidos y otros países desarrollados está basada en los *ratings* con que se califica a las emisiones y a los emisores.

Las agencias de *rating* forman una industria que tiene unas características especiales. Al ofrecer un servicio donde se transmite información, la reputación es el principal activo con que cuenta una agencia. Sólo si sus clientes finales, los inversores, se fían del diagnóstico que dan sobre la capacidad crediticia del emisor o de la emisión su negocio tendrá éxito.

El hecho de que el principal activo de las agencias sea su reputación condiciona en gran medida que la estructura de esta industria sea oligopolística. La construcción de una reputación para una nueva agencia es un proceso costoso. Solo se logra después de emitir *ratings*, durante un largo periodo de tiempo, que fielmente reproducen la capacidad crediticia de emisores y emisiones. Esto hace que la entrada en esta industria de nuevas agencias que alcancen un alto grado de reputación sea infrecuente, y que el mercado se reparta entre un número muy reducido de agencias.

Por tanto, la industria del *rating* tiene relación con dos fallos de mercado: la competencia imperfecta y la información imperfecta. Esto la hace susceptible de estar sujeta a la regulación pública. Sin embargo, la intervención pública no se empezó a plantear como necesaria hasta que las autoridades comenzaron a utilizar los *ratings* como *input* de la regulación financiera. Las autoridades financieras vieron la oportunidad de usar los *ratings* como un instrumento para conocer la capacidad crediticia de sus emisores y, con ellos, calibrar las obligaciones regulatorias que algunos inversores, por ejemplo las entidades de crédito, debían cumplir.

El uso de los *ratings* como *input* en la regulación financiera trajo consecuencias para las agencias de *rating*. Por un lado, hizo que, además del valor informativo que tienen los *ratings*, también tuvieran un valor regulatorio para los inversores y emisores, el cual no depende directamente de la reputación que tengan los *ratings* de la agencia que los haya emitido. Por otro, las autoridades financieras, con el ánimo de asegurar que los *ratings* que utilizan en su regulación tuvieran un mínimo de calidad, establecieron sistemas para discriminar entre las agencias y sólo usar los *ratings* de algunas de ellas.

Estos sistemas, especialmente el antiguo sistema denominado National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO), que se aplicaba en Estados Unidos,

introducía barreras a la entrada adicionales a las ya existentes en esta industria. Mediante unos procedimientos que no eran del todo transparentes, la Securities and Exchange Commission (SEC) sólo reconoció a las grandes agencias como NRSRO, y dejó a las de menor tamaño sin posibilidad de alcanzar ese *status*. Este procedimiento ha sido una de las principales razones por las que esta industria ha estado dominada en las últimas décadas por un número muy reducido de agencias.

Hasta las quiebras de Enron y Parmalat, las agencias gozaban del respaldo de los mercados financieros. La lenta respuesta de las agencias ante el deterioro que estas empresas sufrieron en su riesgo de crédito, y que se reflejó en la bajada vertiginosa del precio de sus bonos, hizo que se empezara a cuestionar su labor. En concreto, se empezó a cuestionar su independencia en la relación que mantenían con los emisores, y cómo esa falta de independencia podía influir en la calidad de los *ratings* que emitían. Estas quiebras dieron lugar a un debate en Estados Unidos y Europa sobre la necesidad de revisar la regulación que afectaba a las agencias. El resultado de estos debates se tradujo en decisiones diferentes; en Estados Unidos se reformó el sistema NRSRO a través de la Credit Rating Agency Reform Act of 2006, pasando de un sistema de registro a un sistema de reconocimiento. En este nuevo sistema, cualquier agencia con más de tres años en el mercado se podía registrar como NRSRO, lo que abría la competencia en la industria.

En Europa, en cambio, se optó por la autorregulación como respuesta a las quiebras de Enron y Parmalat. Se adoptó el Código de Conducta voluntario propuesto por IOSCO en 2004 para las agencias. Paralelamente, con la transposición de Basilea II, la Comisión Europea creó un sistema de reconocimiento parecido al antiguo NRSRO. En este sistema, los bancos centrales de cada país eligen a las agencias válidas para que sus *ratings* sean usados como *inputs* para calcular el capital regulatorio de las entidades de crédito. Este sistema se conoce como External Credit Assessment Institutions (ECAI).

La crisis de las hipotecas *subprime* puso de nuevo en cuestión la calidad de los *ratings* y la actuación de las agencias. Uno de los hechos más relevantes de esta crisis ha sido el de los *ratings* excesivos que habían sido asignados a los productos estructurados. En este tipo de productos, los *ratings* adquirieron un protagonismo excesivo, al ser la principal característica en que se fijaban los inversores a la hora de invertir (1). Esto hizo que las distintas autoridades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa, se plantearan una nueva regulación para las agencias de *rating*. En concreto, los reguladores norteamericanos y europeos han optado por el registro y la supervisión directa de las agencias a través de la SEC y la Autoridad Europea de los Mercados Financieros (ESMA). Además, a propuesta del Financial Stability Board (FSB), se están empezando a aplicar otras

medidas que afectan a las agencias de *rating* de manera indirecta, pero que pueden tener importantes consecuencias sobre la calidad de los *ratings*. Así, en Estados Unidos, a través de la ley Dodd-Frank, se exhorta a las autoridades financieras a que se reduzca la presencia de los *ratings* como *input* en la regulación financiera. En Europa, en estos momentos, la Comisión Europea está planteando el debate, mediante una consulta pública, sobre la necesidad de reducir la presencia de los *ratings* en la regulación europea. El descenso del uso de los *ratings* en la regulación financiera podría tener como resultado un aumento en la calidad de éstos al reforzar los incentivos de las agencias a mantener su reputación.

Este artículo trata de contribuir al análisis de las causas que han dado lugar a que las agencias hayan asignado unos *ratings* a los productos estructurados que infravaloraban su riesgo de crédito. También analiza las medidas regulatorias que se han tomado, y que se están tomando, con el objetivo de mejorar la calidad de los *ratings* que emiten las agencias. En el apartado II, se describe el papel que jugaron los *ratings* en el inicio de la actual crisis financiera; en el III, se analizan los fundamentos económicos que sustentan la regulación de las agencias de *rating*; en el IV, se presentan las soluciones regulatorias adoptadas por las distintas autoridades financieras, que tienen como objetivo mejorar la calidad de los *ratings* que emiten las agencias; en el V, se analizan las propuestas regulatorias que en este momento están a debate; finalmente, en el apartado VI, se presentan las conclusiones.

II. EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE RATING EN LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS SUBPRIME

Ya en el siglo XIX, pero sobre todo en el siglo XX, las agencias de *rating* tuvieron un papel visible e importante en los mercados financieros. Los *ratings* que emitían las agencias tenían gran calado en el mercado y gozaban de una elevada reputación. Sin embargo, desde comienzos del siglo XXI, con las quiebras de Enron y Parmalat, se comenzó a cuestionar la labor de las agencias de *rating* en los mercados financieros. Estas dudas se vieron reforzadas por la crisis de las hipotecas *subprime*, cuyo principal protagonismo recayó en los productos estructurados de crédito y, en buena medida, en las agencias de *rating* que las calificaron.

La crisis financiera actual es responsable en gran parte del debate sobre el papel de las agencias de *rating* en los mercados financieros. A diferencia de otros episodios de dificultades que han afectado a los mercados financieros internacionales, esta crisis ha tenido un impacto directo sobre los mercados relevantes en la financiación de las entidades de crédito de los países desarrollados. En el inicio de la crisis, los segmentos de emisión y negociación de productos estructurados de crédito fueron los más afectados. La mayoría de estos productos eran titu-

lalizaciones respaldadas por hipotecas MBS (2) y titulizaciones respaldadas a su vez por bonos de titulización MBS (CDO de MBS). La caída de los precios de los inmuebles en Estados Unidos y el aumento de la morosidad marcó el punto de partida de un aumento más que significativo en el riesgo de crédito percibido por el mercado para estos productos. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el riesgo de crédito para las emisiones de bonos AAA respaldados por hipotecas *subprime*, en Estados Unidos, pasó de ser 20 puntos básicos en febrero de 2007 a alcanzar cotas superiores a los 1400 puntos porcentuales un año después (3). Si se compara con el deterioro que sufrieron los bonos BBB de la misma duración se puede apreciar que éste fue muy inferior.

Las razones para un aumento tan espectacular de los diferenciales de riesgo de crédito de las titulizaciones *subprime* hay que buscarlas más allá del deterioro que sufrieron las hipotecas que las respaldaban. Este tipo de productos complejos fueron originados partiendo de tres supuestos (4):

- los datos sobre el riesgo de crédito de las hipotecas que respaldaban los bonos eran correctos;
- las predicciones de los modelos matemáticos que sirvieron para valorar y diseñar las estructuras representaban fielmente la realidad;
- las agencias de *rating* analizaron correctamente el riesgo de crédito de este tipo de emisiones.

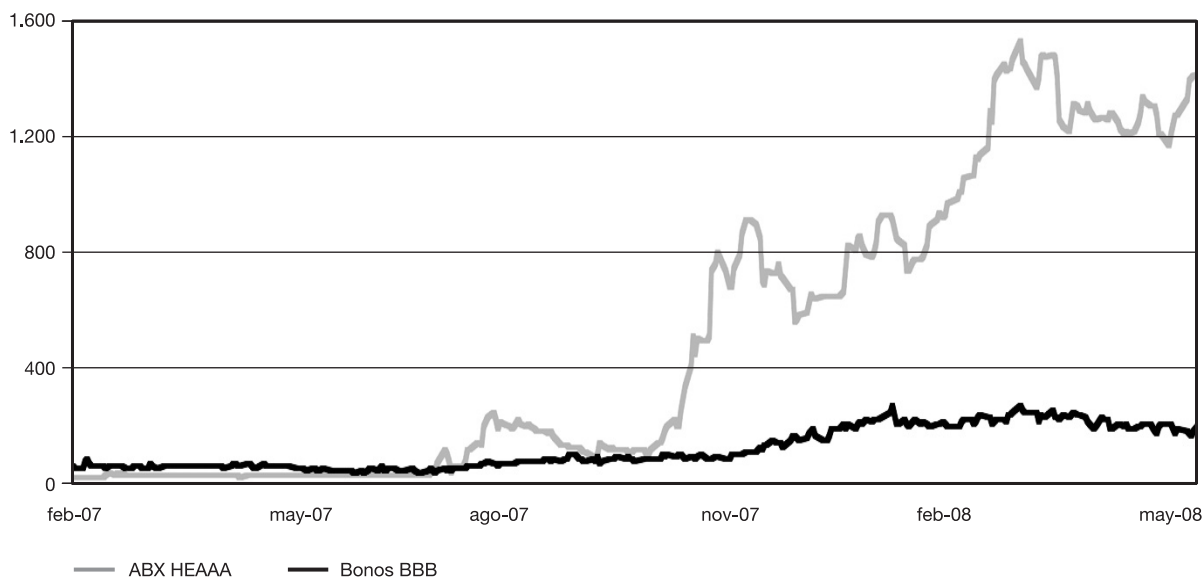
Sin embargo, las hipótesis sobre las que se sustentaba este mercado no se vieron cumplidas. La crisis destapó las carencias del mercado de los productos estructurados, y puso en cuestión la actuación de los distintos agentes que intervienen en su elaboración, entre ellos, las agencias de *rating*.

Tanto en las quiebras de Enron y Parmalat como en el caso de las hipotecas *subprime*, las agencias tuvieron un papel protagonista, aunque de modo diferente en uno y otro caso. Así, en el caso de Enron y Parmalat las agencias fueron acusadas de haber respondido tarde al deterioro que estaban sufriendo estas empresas, y que se veía reflejado en el precio de su deuda. Las agencias sólo bajaron sus *ratings* cuando el mercado ya había descontando las quiebras.

En estas quiebras se acusó a las agencias de *rating* de haber entrado en un conflicto de intereses con estas empresas que hacía que las agencias no bajarán sus *ratings* a pesar de conocer la mala situación de la empresa. Dadas las características de la industria, es difícil sostener que las agencias hayan mantenido ese comportamiento. La pérdida de reputación que ello hubiera supuesto hace que una estrategia así pudiese resultar difícilmente rentable. Es cierto que las agencias reciben sus ingresos de los emisores a los que califican; sin embargo, los ingresos que reciben de cada uno de ellos no suponen un gran porcentaje sobre el total en el mercado de bonos corporativos. Si a esto unimos que las agencias podrían ser detectadas a posteriori con rela-

GRÁFICO 1

ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME* Y LOS BONOS BBB DE ESTADOS UNIDOS (*)
(Puntos básicos)



(*) Datos a 31 de mayo de 2008.

Fuente: Reuters y elaboración propia.

tiva facilidad si mantuvieran artificialmente altos algunos *ratings*, las pérdidas serían enormes para ellas, debido a que tal actuación afectaría a todo su negocio de calificación (5).

Por tanto, parece razonable buscar otro tipo de explicación al extraño comportamiento que tuvieron las agencias en este caso. Una explicación más coherente con las características de las agencias podría ser la del impacto negativo sobre la información contable que produjo el probado conflicto de intereses que afectó a los auditores de Enron y Parmalat. Este conflicto trajo como resultado que la información contable no representase la verdadera situación patrimonial de ambas empresas. Si se tiene en cuenta que la información contable es una de las principales fuentes de información de las agencias para elaborar sus *ratings* corporativos, no es de extrañar que estos fueran equivocados. Sólo cuando se supo que la bajada de los precios de la deuda de estas empresas no era una circunstancia coyuntural las agencias pudieron reaccionar.

En el caso de las hipotecas *subprime*, la responsabilidad que se les atribuye a las agencias va más allá. Como se observa en el gráfico 2, la calificación que se hizo de estos productos por parte de las agencias de *rating* fue poco apropiado, especialmente en las titulizaciones *subprime*. El análisis de las causas por las que los *ratings* de las agencias han tenido un papel tan alejado de lo deseable en el caso de los productos estructurados es complejo, ya que en esas causas intervienen diversos factores:

— La propia regulación que afectaba a las agencias de *rating*.

— La complejidad que estos productos entrañaban en cuanto a la implementación de modelos matemáticos fiables para su valoración, y para la medición de los riesgos que llevaban aparejados.

— La calidad de la información con que contaban las agencias para emitir los *ratings* de estos productos.

— El conflicto de intereses entre agencias y emisores, que pudo tener como consecuencia unos *ratings* excesivamente elevados (6).

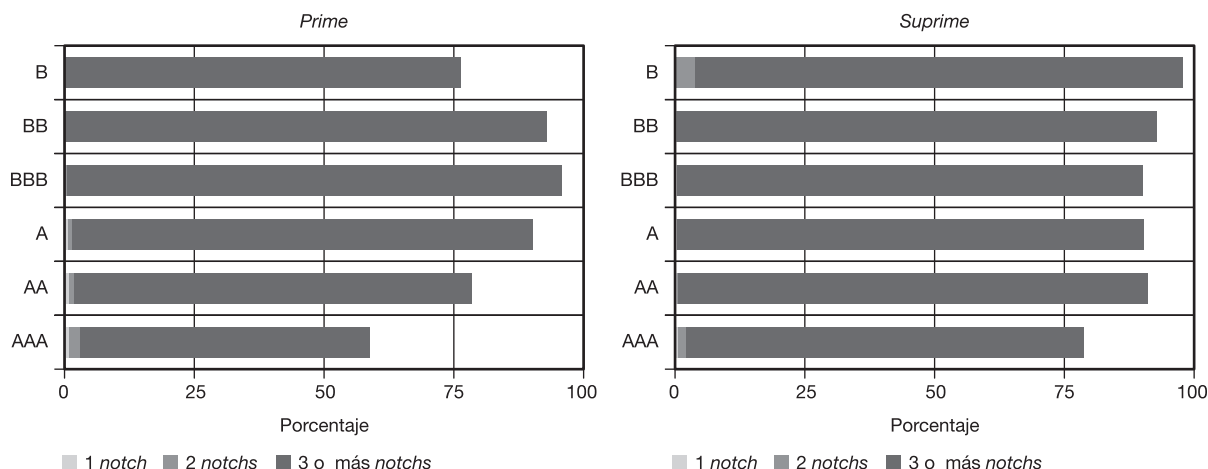
— El excesivo protagonismo que los inversores en estos productos dieron a los *ratings* como indicador de la calidad de sus inversiones.

— El papel de los *ratings* de estos productos como activos válidos para la regulación basada en *ratings*.

La industria de las agencias de *rating* cumple todos los requisitos para ser un oligopolio natural (7). Esta característica se vio aún más reforzada con la forma en que la regulación basada en *ratings* seleccionaba a las agencias que emitían los *ratings* válidos como *inputs* de aquella. Estos sistemas de reconocimiento, especialmente el sistema NRSRO, reforzaron el poder de mercado de las principales agencias de modo extraordinario. Un analista de Bolsa escribió en un informe la siguiente valoración sobre Moody's antes de la crisis de las hipotecas *subprime*:

Companies are not unlike medieval castles. The most successful are those that boast some sort of economic moat that makes difficult, if not impossible for competitors to attack or emulate. Thanks to the fact that credit ratings market is heavily regulated by the federal government, Moody's enjoys a wide economic moat (8).

GRÁFICO 2
PORCENTAJE DE TITULIZACIONES RMBS DE ESTADOS UNIDOS EMITIDAS EN EL PERIODO 1T 2005-3T 2007 CON DESCENSO EN SU RATING (*)



(*) Datos a 26 de octubre de 2009.

Fuente: Standard and Poor's.

Esta valoración resume la situación competitiva de esta industria durante las últimas décadas. La imposibilidad de la entrada de nuevas agencias hizo que las principales agencias no vieran comprometida sus cuotas de mercado y sus beneficios. La falta de nuevas empresas en un mercado trae típicamente como consecuencia una falta de incentivos para la innovación en la industria que lo provee. En este caso, la falta de innovación se puede interpretar como que las agencias no tenían los incentivos necesarios para desarrollar metodologías con el objetivo de calcular *ratings* que pudieran superar la calidad de los existentes.

En el caso de la calificación de los productos estructurados de crédito, al tratarse de productos con poca historia, la falta de incentivos para que las metodologías evolucionaran a un ritmo adecuado se convirtió en un asunto de primer orden. La determinación del riesgo de crédito de estos productos se basa principalmente en modelos matemáticos por lo que, sino hubo la presión suficiente para que las agencias los mejoraran, es previsible que su calidad no haya sido la adecuada.

Otro aspecto que se reveló como muy importante es la calidad de la información sobre los subyacentes de las estructuras con que contaban las agencias para determinar los *ratings*. En el mercado de la titulización, los cedentes de los activos tienen incentivos a no monitorizar correctamente los datos de los subyacentes al traspasar parte del riesgo de crédito a terceros. Este hecho, unido a un excesivo apetito por el riesgo, a causa de la buena coyuntura económica, hizo posible que las agencias partieran de una información que sobrevaloraba la calidad de los activos que respaldaban la información.

El modelo propuesto en Mariano (2007) pone de manifiesto que cuando en esta industria las agencias saben que sus metodologías no ofrecen garantías de calidad, en equilibrio, las agencias otorgan al emisor el mismo *rating*. También se demuestra que el *rating* será mayor del que en realidad le correspondería por la información que ellas tienen del emisor. Las agencias acaban optando por comportarse todas al unísono; saben que si no lo hacen, y dan otro *rating*, la probabilidad de que se equivoquen es alta, lo que se traduciría en una pérdida importante en su reputación respecto a la de sus competidoras. Esto hace que no tengan incentivos a publicar el *rating* que ellas pudieran pensar que es el adecuado.

Tras el estallido de la crisis *subprime*, se acusó reiteradamente a las agencias de *rating* de mantener un conflicto de intereses con los emisores. Así como en las quiebras de Enron y Parmalat es difícil encontrar razones objetivas para creer que las agencias actuaran en favor de los emisores, en el caso de los productos estructurados los incentivos son los adecuados para que se diera ese comportamiento.

Según el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), en Europa la emisión de *ratings* para productos estructurados supuso el 40-50 por 100 de los ingresos de las agencias en 2007 (9). A esto se une que algunos cedentes podían emitir a través de varios vehículos de productos estructurados, lo que suponía una parte importante de la facturación de la agencia. En este contexto, las agencias tenían incentivos a elevar intencionadamente sus *ratings*. Sin embargo, esta estrategia sólo podía ser rentable si los ingresos que obtenían compensaban el descenso de ingresos si eran descubiertas, por la pérdida de reputación que esto les supondría. Dada la corta historia que se tenía de este tipo de productos y las complejas metodologías con los que las agencias los califican, no era sencillo para el mercado verificar con la precisión necesaria la calidad de los *ratings* que se estaban emitiendo (10). Sólo un deterioro rápido del mercado inmobiliario y de la economía en general, que afectó de manera importante a los subyacentes de los productos estructurados, mostraron que los *ratings* que se habían emitido eran anormalmente altos. Como se ha descrito antes, aunque otras razones pueden ayudar a explicar la existencia de *ratings* anormalmente altos, se dieron las condiciones idóneas para la existencia de conflictos de intereses.

Otro hecho que supone un síntoma de conflicto de interés entre agencias y emisores fue la proliferación de productos estructurados altamente sofisticados. Ejemplos de estos productos son los *Constant Proportion Debt Obligation* (CPDO), los *Collateralized Debt Obligation* (CDO) al cuadrado de tramos *equity* o los derivados sobre tramos de CDO. Los subyacentes de estos productos son activos ya de por sí complejos, bonos de titulización e índices de CDS; por ello, las metodologías para la medición de su riesgo de crédito estaban lejos de ser precisas. Estos productos no habrían salido al mercado si las agencias no hubieran avalado unos altos *ratings* para ellos. Lo normal es que las agencias hubieran emitido *ratings* muy conservadores para este tipo de productos y que su proliferación hubiera sido menor. Los elevados *ratings* asignados a emisiones se pueden interpretar como el resultado de la existencia de un conflicto de intereses en el segmento de los productos estructurados.

La emisión de unos *ratings* que se han comprobado como excesivamente altos contribuyó al éxito de los productos estructurados. Sin embargo, hay otras razones relacionadas con el uso de los *ratings* por parte de los inversores y de la regulación financiera que han hecho que su uso se vuelva frecuente, influyendo en que los *ratings* tuvieran en estos productos un protagonismo quizás excesivo.

Organismos como CESR han señalado que los inversores tendieron a atribuir a los *ratings* más propiedades de las que en realidad tienen (11). Los inversores tomaron los *ratings* como la única evaluación fiable de los

riesgos que llevaban aparejados las emisiones de productos estructurados, y que van más allá del riesgo de crédito, incluyendo, por ejemplo, el riesgo de liquidez. Un número significativo de inversores de estos productos, normalmente institucionales, tomaron la decisión de comprar productos estructurados basándose únicamente en el *rating* que tenían, normalmente AAA, sin realizar un análisis de *due-diligence* ni de análisis de los riesgos que estos productos complejos llevan aparejados. Estas malas prácticas de los inversores han contribuido de manera significativa a que los *ratings* tuvieran un gran impacto en los mercados de deuda.

El otro factor, aunque íntimamente relacionado con la excesiva confianza de los inversores en los *ratings*, que explica el excesivo crecimiento de la demanda de los productos estructurados hasta la crisis *subprime* fue el excesivo uso que la regulación financiera hace de los *ratings*. Muchas de las estructuras buscaban que un porcentaje elevado de sus bonos tuvieran una calificación elevada para que sus inversores obtuvieran ventajas regulatorias mediante su adquisición. Se considera que una parte importante de las emisiones de productos estructurados fueron usados como un instrumento de arbitraje regulatorio.

Los *ratings* de las emisiones de productos estructurados tuvieron un papel protagonista en el gran crecimiento que experimentaron los productos estructurados hasta el estallido de la crisis *subprime*. Por ello, una vez esta crisis estalló, las miradas se centraron en torno al papel que las agencias habían jugado en su formación. Aunque las agencias no fueran las únicas responsables de la crisis, se puede afirmar que incurrieron en un conflicto de intereses que puso de manifiesto la existencia de incentivos que hicieron que su comportamiento se separara de lo deseable desde un punto de vista social, y se planteara la necesidad de que fueran reguladas.

III. RAZONES PARA LA REGULACIÓN DE LA INDUSTRIA DE LAS AGENCIAS DE RATING

La industria del *rating* se caracteriza por ser un oligopolio natural, cuyo principal negocio es proveer al mercado con evaluaciones que reduzcan las asimetrías de información en los mercados financieros. Estas dos características hacen, como se ha indicado, que la industria de las agencias de *rating* tenga una relación estrecha con dos fallos de mercado: la falta de competencia perfecta y la información imperfecta.

La confluencia de los dos fallos de mercado señalados hace que la industria de *rating* sea susceptible de ser regulada. En relación con la falta de competencia, podría ser beneficiosa, desde un punto de vista de inte-

rés general, una regulación que la fomente, y que traslade a la industria a una situación mas cercana al paradigma de la competencia perfecta que la actual.

Las agencias, con sus evaluaciones, tratan de proveer al mercado con información que ayude a reducir la asimetría de información existente entre emisores e inversores. Además, la información de los *ratings* también es utilizada por los reguladores financieros como *input* en su regulación. La labor de las autoridades financieras es, en este caso, la de garantizar que la calidad de los *ratings* usados en la regulación financiera sea la adecuada, y actuar en el caso de que la calidad no fuera la deseada.

1. La competencia en la industria de las agencias de rating

El análisis de la industria de las agencias de *rating* posterior al estallido de la crisis financiera pone de manifiesto, como una de sus principales conclusiones, que ésta es una industria con un número reducido de agencias operando en los mercados y con fuertes barreras a la entrada. La falta de competencia en la industria puede tener consecuencias para el bienestar social tanto a largo como a corto plazo.

En el corto plazo, la falta de competencia se traduce en que las agencias pueden cargar precios por encima de sus costes marginales, lo que provoca que las agencias de *rating* sean empresas especialmente rentables. Sin embargo, en un análisis regulatorio, hay que tener en cuenta que los precios por encima del coste marginal sólo traen como consecuencia un descenso en el bienestar social cuando llevan aparejada una reducción en la cantidad de *ratings* que se proveen en el mercado.

Un análisis más pormenorizado de la demanda de *ratings* muestra que es inelástica o está muy próxima a serlo (Dittrich, 2007). Esto se debe a que los emisores basan la decisión de pagar por un *rating* en el valor añadido que les reporta. Para ellos, el precio del *rating* es irrelevante. En los mercados con una demanda inelástica, el bienestar social es constante con respecto al precio que se da en ese mercado. Técnicamente, el bienestar social no se ve reducido, simplemente se da un reparto del bienestar distinto al que se daría en una situación de competencia perfecta, donde los emisores disfrutarían de un menor bienestar y las agencias de *rating* de un mayor beneficio (12).

La situación es diferente cuando analizamos la falta de competencia en el bienestar social a largo plazo. En este contexto, el bienestar a largo plazo se refiere a si las agencias disfrutaban de los incentivos correctos para la innovación. En concreto, las agencias deberían poder

desarrollar a un ritmo adecuado nuevas metodologías que mejoren el cálculo de los riesgos de crédito de los productos ya existentes, así como crear metodologías adecuadas para los nuevos productos que surgen en el mercado.

No existe una respuesta clara, en términos de teoría económica, acerca de cuál es la estructura de la industria que mejor incentive la innovación en sus miembros. Sin embargo, sí existe consenso en concluir que en las industrias maduras en las que las empresas tienen gran poder de mercado no existen grandes incentivos para la innovación (13). Estas dos características (madurez y elevado poder de mercado) forman parte de la industria de las agencias de *rating*, por lo que no puede descartarse que hayan ejercido una influencia negativa en el sentido descrito. En este caso, tal influencia contrasta con el hecho de que la industria de la calificación crediticia haya ampliado sus servicios de calificación a una amplia gama de nuevos productos financieros durante los últimos años.

La aparición de *ratings* para los productos de finanzas estructuradas es el ejemplo más relevante en los últimos años de nuevos productos. Cuando los emisores empezaron a crear productos financieros respaldados por activos, necesitaron la ayuda de las agencias de *rating* para evaluar y auditar el riesgo de crédito de estos nuevos productos, especialmente en productos cuya principal característica proviene de estructurar activos que alcanzan perfiles de riesgo prefijados. La clave que nos permite entender que las agencias de *rating* realizaran esta innovación se encuentra en que la idea de desarrollar los *ratings* para estos productos no proviene de ellas, sino que se desarrollaron siguiendo la demanda que les sobrevino de los emisores de este tipo de productos.

Los *ratings* para finanzas estructuradas se convirtieron en un ejemplo de cómo se desarrolla la innovación en una industria caracterizada por empresas con poder de mercado y donde la reputación es uno de sus principales activos. A priori, cualquier necesidad nueva de *ratings* por parte de los emisores será satisfecha. Esa necesidad supone un nuevo negocio, y nuevos beneficios para las agencias. Éstas, independientemente de su tamaño, obtendrán una ventaja competitiva sobre sus competidores en el nuevo segmento si son los primeros en ofrecer el servicio. Sin embargo, las agencias con gran reputación y cuota de mercado se enfrentan a un *trade-off* cuando deben decidir si entran o no en el nuevo segmento. Si las metodologías de que disponen para emitir los *ratings* en el nuevo segmento no les ofrecen las suficientes garantías, las grandes agencias pueden decidir no entrar en el nuevo negocio para no arriesgar su reputación en los segmentos de mercado que ya cubren. Por ello, es difícil que las grandes agencias sean las primeras en entrar a los nuevos segmentos de mercado.

En una industria en la cual la reputación no es tan importante, una empresa creada para cubrir la demanda del producto sería una candidata ideal a ser la primera en entrar al nuevo mercado. Sin embargo, en la industria del *rating* esta situación es muy difícil que se dé. La falta de reputación de esta nueva agencia actuaría como barrera a la entrada, y le impediría sobrevivir. En este contexto, las agencias candidatas a ser las primeras en cubrir la nueva demanda serán las agencias de menor tamaño que disfruten de cierta reputación en los segmentos tradicionales. Fitch, una agencia que es el resultado de la fusión de pequeñas pero reputadas agencias, disfrutó de una gran cuota de mercado en las finanzas estructuradas en los años previos a la crisis (14).

Otro aspecto importante de la innovación es el proceso de mejora en los *ratings* de los productos de deuda tradicionales (15). Desde el punto de vista del bienestar social, es deseable que las agencias, con el tiempo, mejoren sus metodologías. En estos segmentos, el poder de mercado de las agencias y las importantes barreras a la entrada hacen que la presión competitiva haya estado muy alejada del paradigma de competencia perfecta. Es difícil que surjan nuevas metodologías de las agencias con más poder de mercado. Al igual que en los *ratings* de nuevos productos, sólo las agencias pequeñas-medianas que tengan cierta reputación tienen incentivos a innovar para ganar cuota de mercado.

Además de la falta de incentivos para que las agencias innoven, el poder de mercado de que han disfrutado las grandes agencias se ha podido traducir en potenciales comportamientos anticompetitivos. Se ha acusado a las agencias de utilizar diversas estrategias para rentabilizar su poder de mercado: la emisión de *ratings* que los emisores no solicitaban y que luego se veían obligados a mantener, y lo que se conoce en la literatura de política de la competencia como venta en lotes (16).

En los productos estructurados, la venta en lotes tomó especial relevancia. Esta práctica consiste en vender un producto o servicio condicionado a la compra de otro, y en el caso de las finanzas estructuradas se ejercía de dos formas complementarias. Las agencias de *rating*, en ocasiones, sólo evaluaban una emisión si el emisor se comprometía con la agencia a que ésta también calificará futuras emisiones. La otra forma en que se practicaba la venta en lotes consistía en unir la emisión de un *rating* a que el emisor comprara servicios de asesoramiento sobre la forma óptima en que se debía estructurar la operación.

Por tanto, el hecho de que la industria estuviese dominada por agencias con un gran poder de mercado propició que se viese afectada por dos tipos de problemas: la falta de incentivos a la innovación y unos comportamientos que podrían ser calificados como de abuso de posición de dominio.

2. La calidad de los *ratings* emitidos por las agencias

Los estados están interesados en que los *ratings* se emitan con la calidad más alta, para aumentar así la eficiencia de los mercados financieros. Los *ratings* son una parte importante del conjunto de información disponible por los integrantes del mercado. Por ello, una baja calidad informativa podría provocar distorsiones no deseables en las asignaciones de capital si las agencias continuaran manteniendo una alta reputación.

La calidad de los *ratings* es también relevante para las autoridades que los usan en la regulación basada en ellos (17). Este tipo de regulación parte del supuesto de que los *ratings* utilizados son de la más alta calidad. Por ello, los reguladores deben asegurarse de que son efectivamente de la calidad deseada. Especialmente relevante es, en este caso, que no se den *ratings* excesivamente elevados como resultado de una colusión entre emisores, inversores y agencias de *rating*.

Si la regulación basada en *ratings* no existiera, el objetivo primordial de las agencias sería probablemente el de obtener el mayor beneficio con la restricción de mantener su reputación en máximos. En ese contexto, ninguna agencia elegiría una estrategia de emisión de *ratings* con otro nivel de calidad que no fuera su máximo. El hecho de que algunas agencias sean seleccionadas para que sus *ratings* se conviertan en el *input* de la regulación basada en *rating* introduce elementos que reducen los incentivos para que las agencias mantengan la calidad de los que emiten en la cotas más altas. Una vez los *ratings* de una agencia han sido reconocidos como válidos para la regulación, los emisores asumen que la agencia tiene una calidad alta, al confiar el regulador en ella. Con este proceso de designación, el regulador les confiere un cierto estatus de «autoridades de mercado».

Aunque la «autoridad» ante el mercado podría desaparecer si la calidad de las calificaciones de la agencia disminuyen durante un largo periodo, esta designación le puede permitir bajar su calidad en momentos puntuales. Esto se debe a que la calidad que percibe el mercado de los *ratings* emitidos por la agencia ya no sólo depende de su calidad intrínseca, sino del estatus de que goza en el mercado, por usarse sus *ratings* en la regulación financiera. Aunque resulte paradójico, el intento de que la regulación basada en *rating* se apoye en unas calificaciones de alta calidad ha traído como consecuencia un deterioro en los incentivos que las agencias tienen para emitir *ratings* de calidad.

En la práctica, siempre que exista cualquier tipo de problemas en esta industria, los dos fallos de mercado que tienen relación con su actividad (competencia imperfecta e información incompleta) deberían ser tratados

de manera conjunta. Con ello, se trataría de evitar que el intento de corrección de un fallo de mercado por parte del regulador pueda traer como consecuencia el agravamiento del otro fallo de mercado como un efecto de segunda ronda.

IV. LA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE *RATING* EN ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN EUROPEA

Estados Unidos tiene una gran tradición en el uso de los *ratings* como *input* de la regulación financiera. Los *ratings* se incorporaron por primera vez en los años treinta del pasado siglo como *input* de la regulación utilizada para preservar la estabilidad financiera y para proteger a los inversores de las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva (IIC) y los fondos de pensiones. La mayoría de estas reglas consistían en obligar a estos tipos de entidades a invertir en productos con un *rating* igual o superior a un límite prefijado. A raíz de esta regulación, se acuñó el término *investment grade* para designar a los valores con un *rating* BBB- o superior.

Debido a la crisis crediticia de los años setenta, en el año 1975 se decidió que era conveniente un uso más extendido de los *ratings* en la regulación financiera. En concreto, se comenzaron a usar éstos como *input* para determinar los requerimientos de capital para los intermediarios de los mercados de valores y las entidades de crédito.

La SEC se fijó como un objetivo explícito que los *ratings* que se usaban en la regulación financiera debían tener una calidad mínima. Para ello, la SEC creó un sistema de registro para las agencias de *rating*. Mediante este sistema, las agencias denominadas como NRSRO eran las únicas que podían emitir *ratings* que podían ser usados en la regulación financiera. El registro NRSRO se hacía a través de lo que se denominaba una *No Action Letter*. Los criterios de registro usados por la SEC no eran del todo transparentes, nunca se publicaron todos los criterios específicos que debía cumplir una agencia para alcanzar el reconocimiento NRSRO. Los únicos criterios conocidos eran genéricos: los *ratings* de la agencia debían ser fiables, creíbles y ser ampliamente usados por el mercado. El que fuera un criterio para convertirse en NRSRO que la agencia tuviera el reconocimiento del mercado, en vez de la medición de la calidad de los *ratings*, hizo que este mecanismo se volviera muy rígido. Una vez una agencia tenía el *status* de NRSRO, la SEC nunca se planteó el retirárselo.

La introducción del proceso de registro trajo consigo una segmentación en la industria del *rating*. Aparte de la SEC, otros reguladores, tanto federales como estatales, decidieron admitir sólo en sus regulaciones *ratings* provenientes de agencias NRSRO. Las agencias regis-

tradas en la SEC tenían una ventaja competitiva, al aportar a sus *ratings* un valor añadido por ser válidos para el cumplimiento regulatorio.

A principios de los años ochenta, siete agencias de *rating* estaban registradas. Sin embargo, debido a fusiones y adquisiciones, este número se redujo a tres durante los años noventa. Durante años, Moody's, Standard and Poor's y Fitch coparon la casi totalidad del mercado. El carácter de oligopolio natural de esta industria, unido a la dificultad de obtener el *status* NRSRO, perpetuaba esta situación.

A pesar de que en Europa la regulación basada en *ratings* no gozaba de la misma tradición que en Estados Unidos, en los últimos años esta situación cambió con la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (Basilea II). En Basilea II se decidió que en uno de los métodos, el método estándar, las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio utilizando los *ratings* de los valores y de los deudores que tenían en cartera.

Basilea II se implementó en la Unión Europea a través de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito. En esta Directiva se establecieron las normas que las agencias de calificación crediticia deben cumplir para que los *ratings* que emiten sean válidos en el cálculo regulatorio de las entidades. Las agencias que cumplen los requisitos de la Directiva reciben la denominación de External Credit Assessment Institutions (ECAI).

En concreto, en la parte II del anexo VI de la Directiva se enumeraron los requisitos que una agencia de *rating* debía cumplir para alcanzar el *status* de ECAI. El proceso de registro de las agencias tenía que ser llevado a cabo en cada país por las respectivas autoridades que tienen competencia sobre la supervisión bancaria y/o de empresas de servicios de inversión. Esto es debido a que los *ratings* de las agencias ECAI también son usados en el cálculo del capital regulatorio de las empresas de servicio de inversión (18).

Los requisitos básicos que una agencia de *rating* debía cumplir para que fuera designada como ECAI por el supervisor correspondiente eran de diversa naturaleza. Aparte de que la agencia fuera objetiva e independiente a la hora de elaborar sus *ratings*, también debía ser transparente en las metodologías que emplea. Quizá la característica más importante que se les pedía a las agencias para que fueran registradas como ECAI era que sus *ratings* debían gozar de reconocimiento en el mercado y que fueran consideradas creíbles y fiables por sus usuarios.

Se determinó que la evaluación de la credibilidad se basará en los siguientes factores:

— La cuota de mercado de la candidata a External Credit Assessment Institution.

— Los ingresos generados por la candidata y, en general, los recursos financieros de la agencia.

— La utilización en los mercados de las calificaciones crediticias de la candidata para la fijación de precios.

— La utilización de las calificaciones crediticias de la ECAI por, al menos, dos entidades de crédito para la emisión de bonos y/o la calificación de sus riesgos crediticios.

El sistema ECAI tenía muchos puntos en común con el antiguo NRSRO de Estados Unidos. Al igual que el sistema norteamericano, este sistema trataba de que los *ratings* que se usaban en el cálculo del capital de las entidades tuvieran una calidad satisfactoria. También se asemejaba en que el proceso de registro se basara en gran medida a la penetración que la agencia tenía en el mercado, y no en parámetros objetivos de calidad, como por ejemplo tablas estadísticas. Por último, una vez designada como ECAI, tampoco parecía fácil que una agencia pudiera ser desposeída por parte de los reguladores de esa condición. No obstante, en este caso la Directiva preveía un mecanismo de comprobación de la calidad de los *ratings* de las agencias ECAI por los supervisores mediante métodos estadísticos. Si una agencia ofrecía una probabilidad de fallido en sus *ratings* mayor que la media de las otras agencias, los *ratings* de esa agencia harían aumentar el capital regulatorio de las entidades que los utilizaran. Esta medida hacía que el valor regulatorio de los *ratings* de las agencias ECAI dependiera de la calidad de éstos. Así pues, en teoría, bajo el sistema ECAI europeo el mecanismo de la reputación debería funcionar mejor que bajo el antiguo sistema de NRSRO norteamericano.

En España, la autoridades encargadas de otorgar el registro como ECAI son el Banco de España y la CNMV (19). Existen cuatro agencias registradas por el Banco de España: Moody's, Standard and Poor's, Fitch y Dominion Bond *Rating* Services. La CNMV ha registrado a las tres primeras, estando Dominion Bond *Rating* Services pendiente de decisión (20).

1. Primera etapa de reforma regulatoria: las quiebras de Enron y Parmalat

Las quiebras de Enron y Parmalat supusieron un punto de inflexión en la regulación de la industria del *rating*. Esta primera crisis provocó que tanto en Europa como en Estados Unidos se plantearan discusiones públicas con la participación de reguladores, agencias, emisores e inversores sobre el papel de las agencias en los mer-

cados financieros y la forma en que se podía mejorar ese papel. Estas discusiones tuvieron como resultado dos soluciones regulatorias para la industria. En la primera, que se implantó en Europa, se optó por la autorregulación de la industria. En la segunda, que se implantó en Estados Unidos, se optó por una regulación directa de las agencias que quisieran alcanzar la condición de NRSRO. En Estados Unidos se concluyó que el antiguo sistema NRSRO había hecho más difícil la entrada de nuevas agencias en una industria donde ya de por sí es difícil la entrada. Esta falta de competencia se vio como uno de los fallos de mercado que podía estar perjudicando a la calidad de los *ratings*, al impedir el desarrollo de mejores metodologías para su elaboración.

En las últimas décadas, los mercados financieros han vivido un fuerte proceso de internacionalización. Este fenómeno ha provocado que se tienda a una regulación financiera, al menos de mínimos, coordinada. Las quiebras de la Corporación Enron y de Parmalat tuvieron una respuesta coordinada a través de IOSCO (2004). Esta organización concluyó que, dado el importante papel que juegan las agencias en los mercados financieros, los *ratings* de las agencias debían ser llevados a cabo de modo que se asegurase el máximo posible de calidad (21).

Los reguladores de valores, a través de IOSCO, optaron por que las agencias se autorregularan. En diciembre de 2004, IOSCO publicó el documento *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (El Código IOSCO), en el que se marcan las pautas que las agencias deberían seguir para que sus *ratings* tuvieran la calidad adecuada (22).

El Código publicado en 2004 consistía básicamente en reglas sobre normas de conducta que las agencias deberían seguir para garantizar que:

- las agencias aseguraran, en la medida de lo posible, la integridad de los procesos de elaboración de los *ratings*;
- las agencias se mantuvieran independientes y evitaran conflictos de intereses;
- las agencias asumieran su responsabilidad ante los inversores y emisores. Para ello, debían aumentar la transparencia en sus metodologías y tratar de manera adecuada la información confidencial que provenía de los emisores.

Como ejemplo de las normas de conducta que se propusieron, estaba la construcción de murallas chinas entre la parte de las agencias dedicadas a la elaboración de *ratings* y la parte dedicada al asesoramiento, o a cualquier otro servicio que se dé al emisor. Otros ejemplos serían que las agencias dieran suficiente información sobre las metodologías que empleaban o que las

agencias estructuraran los equipos que elaboraban los *ratings* con el objetivo de garantizar su continuidad y evitar sesgos en los *ratings* emitidos.

Es conveniente recordar que este Código no proponía medidas de obligado cumplimiento por parte de las agencias. Simplemente, recomendaba a las agencias adoptar sus reglas como parte de sus códigos individuales de conducta. Se dejaba la implementación efectiva del Código a los mecanismos de mercado o, en su caso, a la adopción del Código en las regulaciones nacionales.

Con el objetivo de que los mecanismos de mercado funcionaran, IOSCO recomendó dar publicidad al grado de cumplimiento con que las agencias de *rating* implementaban el Código en su propio código interno de conducta. Se propuso que las agencias informaran si se desviaban de las reglas propuestas en el Código y, en caso de que lo hicieran, si con sus propias reglas podían llegar a cumplir los objetivos finales que perseguía dicho Código.

Como respuestas a la quiebra de Enron, Estados Unidos optó por una regulación para las agencias de *rating* más fuerte que la propuesta en el Código de IOSCO (2004). Así, tras la promulgación de la *Saberns-Oxley Act of 2002*, se propuso imponer a las agencias de *rating* una regulación y supervisión directa por parte del Estado. Esta decisión trajo como consecuencia la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (23). Con esta ley, el marco regulatorio que afectaba a las agencias de *rating* se reformó de manera radical, si bien no entró completamente en vigor hasta el 1 de enero de 2008.

La principal novedad que introdujo esta ley fue la reforma del sistema NRSRO. El sistema se pasó a denominar *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*. Éste pasó de ser un sistema de registro a ser un sistema de reconocimiento. Esto quiere decir que actualmente cualquier agencia que cumpla una serie de requisitos puede emitir *ratings* que sirvan como *input* para la regulación financiera.

Los principales requisitos que se les comenzó a exigir a las agencias para su registro eran tres años de actividad y que facilitaran a la SEC medidas que probaran el acierto y la coherencia estadística de sus *ratings* a corto, medio y largo plazo. Además de estas medias estadísticas, las agencias NRSRO debían enviar confidencialmente a la SEC una lista con sus veinte clientes más importantes, así como sus cuentas financieras, las metodologías que empleaban para el cálculo de los *ratings* y las políticas que seguía la agencia para evitar conflictos de intereses con los emisores. Estas informaciones garantizaban a la SEC que las agencias cumplían con al menos con las mínimas condiciones necesarias para que desarrollaran adecuadamente su

actividad. Actualmente se encuentran registradas diez agencias bajo el sistema NRSRO (24).

Las agencias NRSRO debían, además, comunicar periódicamente a la SEC las medidas que probaban estadísticamente que los *rating* que emitían eran coherentes con las quiebras que realmente se habían ido observando. La SEC debía velar por supervisar la calidad de los *ratings* de las agencias. Si la calidad de una agencia se deterioraba ostensiblemente, la Ley contemplaba que le fuera retirada la condición de NRSRO. Los efectos a largo plazo que esta Ley va a tener en la industria son desconocidos a día de hoy. Si bien sí se puede observar que desde la entrada en vigor de esta ley el número de agencias de *rating* reconocidas por la SEC ha aumentado.

El antiguo sistema NRSRO demostró que los sistemas de registro pueden ser una importante barrera de entrada a la industria. Como se ha comentado anteriormente, las barreras a la entrada regulatorias en una industria que se puede calificar como de oligopolio natural tienen graves consecuencias a largo plazo. Como se ha indicado, una de las posibles razones por las que no se desarrollaron metodologías adecuadas para la evaluación de los productos estructurados, y que causó graves problemas, pudo haber sido la falta de competencia entre las agencias por desarrollarlas.

Este nuevo sistema NRSRO tiene otro punto fuerte en el hecho de que se condicione la permanencia de una agencia en el registro a que el comportamiento estadístico de sus *ratings* no se desvíe en exceso del comportamiento de la industria. Con esta medida, la SEC se aseguraba de que los *ratings* que se usaban en la regulación tenían una calidad adecuada.

Los colapsos de Enron y Parmalat también trajeron a Europa la discusión sobre cómo regular a las agencias de *rating*. En febrero de 2004, el Parlamento de la Unión Europea requirió a la Comisión de la UE una resolución sobre si las agencias debían ser reguladas y, en caso afirmativo, el modo en que se debería hacer. Para ello, la Comisión requirió a CESR un informe técnico al respecto. CESR realizó un proceso de consulta, publicando sus resultados en noviembre de 2004 (25). En marzo de 2005, a partir de las consultas, CESR emitió un informe técnico para la Comisión (26). A pesar de que la preferencia inicial del Parlamento de la UE fue por una regulación directa de las agencias, el informe técnico de CESR recomendó una solución no legislativa que se basara en la autorregulación. Es por ello, que en Europa estuvo en vigor el Código de Conducta propuesto por IOSCO hasta 2009.

Aunque finalmente el Parlamento de la UE optara por la autorregulación, esto no impidió que algunos países, como Francia, optasen por endurecer su legislación. Así, la *Loi de sécurité financière* de 1 de agosto de 2003

estableció el mandato de que la Autorité des Marchés Financiers (AMF) hiciera públicas anualmente, mediante un informe el papel de las agencias, sus reglas éticas, la transparencia de sus métodos y el impacto de sus actividades sobre los emisores y los mercados financieros (27).

España también ha tenido, y tiene, su propia excepción a la autorregulación. La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, establece en el artículo 5, sección 8, que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo de titulización hipotecario debe ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV cuando tales valores coticen en un mercado oficial. Esta regulación deja a la CNMV la potestad de determinar, siguiendo sus propios criterios, qué agencias tienen la suficiente calidad para emitir *ratings* que reflejen fielmente los riesgos involucrados en los fondos. La CNMV tiene reconocidas a este efecto a Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

2. Segunda etapa de reforma regulatoria: la crisis de las hipotecas *subprime*

El hecho de que los *ratings* emitidos por las agencias de calificación no poseyeran la calidad deseada en cuanto a las titulaciones emitidas en la época precrisis provocó una segunda oleada regulatoria. En abril de 2008, el Financial Stability Forum, predecesor del FSB, a través del informe «Enhancing market and institutions resilience», elaboró un diagnóstico y dio sus recomendaciones sobre cómo mejorar la situación en los mercados e instituciones financieras provocada por la crisis. Uno de los temas clave tratados en el documento fue el protagonismo de las agencias de *rating* en la génesis de la crisis. Así, el FSB, basándose en el citado documento, realizó una serie de recomendaciones que tenían como objetivo mejorar la calidad de los *ratings*. Estas recomendaciones se pueden dividir en dos categorías: en una primera categoría estarían las recomendaciones que afectan directamente a la actuación de las agencias de *rating*. En la segunda categoría estarían las recomendaciones que afectan de una manera indirecta a la actuación de las agencias de *rating*.

Dentro de la primera categoría de medidas, el FSB recomendó que se revisara el Código de Conducta que IOSCO había publicado en 2004. Con esta revisión, el FSB perseguía un triple objetivo:

- Que las agencias tomaran medidas para no caer en conflictos de interés.
- Que los inversores pudieran tener acceso a las metodologías y a los criterios utilizados para su elaboración.

— Que se aumentara la competencia en la industria de las agencias de *rating*.

Estas recomendaciones se vieron plasmadas en la reforma que IOSCO realizó de su Código de Conducta en 2008.

Sin embargo, tanto Estados Unidos como la Unión Europea han legislado sobre esta materia para regular de forma directa a las agencias de *rating*. En Estados Unidos, se ha reformado la *Credit Rating Agency Reform Act de 2006* a través de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010*. Con esta nueva reforma, se dio un impulso a la implantación de la ley de 2006, al crear la *Office of Credit Ratings* en la SEC, encargada de supervisar y penalizar en caso de ser necesario a las agencias NRSRO.

Del mismo modo, la Unión Europea, a través del Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre agencias de *rating* y su posterior reforma, obligó a su registro y supervisión directa por parte de la ESMA. Esta supervisión directa de las agencias no ha eliminado el sistema ECAI. Sin embargo, para que una agencia tenga la condición de ECAI y que sus *ratings* puedan ser utilizados en la regulación financiera debe estar previamente registrada y supervisada por la ESMA (Autoridad Europea de los Mercados Financieros).

Dentro de la segunda categoría de medidas, el FSB recomendó, como uno de los principales puntos de interés, el estudio de la influencia que ha podido tener el uso intensivo de los *ratings* en la regulación sobre su calidad. En noviembre de 2010, el FSB acordó una serie de principios, luego refrendados por el G20, con el objetivo de reducir la presencia de *ratings* en la regulación financiera. La reducción propuesta en el uso de los *ratings* abarcaba cinco campos:

- la supervisión financiera de los bancos;
- las políticas de inversión de los inversores institucionales;
- las operaciones de los bancos centrales;
- los requerimientos de garantías en la negociación de activos,
- y los requerimientos de transparencia de los emisores de valores.

Estas recomendaciones del FSB ya se han tomado en consideración tanto por el Comité de Basilea, en la redacción de los nuevos acuerdos de Basilea (Basilea III), como en Estados Unidos. En Estados Unidos, las recomendaciones del FSB ya se han empezado a imple-

mentar. La *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010*, en su sección 939, exhorta a las agencias federales a que revisen sus regulaciones para que sustituyan las referencias a *ratings* de emisores o emisiones. Las autoridades de Estados Unidos abogan por que los *ratings* sean sustituidos por modelos internos contruidos por los propios participantes del mercado.

Siguiendo este mandato, actualmente las diferentes autoridades financieras están discutiendo y proponiendo cómo implementar esta medida. En concreto, la SEC ha propuesto reformar la *Investment Company Act de 1940* para eliminar las referencias a los *ratings* de las agencias, lo que afecta de manera especial a la determinación de los activos elegibles para formar parte de la cartera de fondos monetarios. Por tanto, cabe esperar que, en un futuro cercano, una parte importante de la regulación basada en *ratings* desaparezca de la regulación de Estados Unidos.

En la Unión Europea, la discusión sobre la necesidad de reducir la regulación basada en *ratings* no se encuentra tan avanzada. En noviembre de 2010, la Comisión Europea lanzó un documento de consulta sobre agencias de *rating* con el que se pretende cubrir temas regulatorios pendientes con respecto a éstas. El principal tema que trata la propuesta es la disminución de la dependencia de los *ratings* en la regulación, y la forma en que se trataría de implementar.

En el documento se propone reducir la regulación basada en *rating* en tres áreas:

- En el cálculo de los requerimientos de capital de las entidades reguladas.
- En los sistemas internos de cálculo de riesgos de las entidades financieras reguladas.
- En el cálculo de los umbrales que restringen el universo de activos en los que determinados inversores institucionales, sobre todo instituciones de inversión colectiva (IIC) y fondos de pensiones, pueden invertir.

Esta reducción se haría mediante la sustitución de los *ratings* por modelos internos, que serían diseñados por las propias entidades atendiendo a los principios generales descritos en la regulación. Está previsto que las medidas propuestas en el documento a consulta modifiquen varias regulaciones europeas, aunque la Comisión se ha fijado como primer objetivo el de reformar la Directiva 2006/48/CE, sobre la adecuación del capital de servicios de inversión y de las entidades de crédito, para acomodar los acuerdos de Basilea III en esta materia. Además de las propuestas de la Comisión Europea, también el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, tal y como expresó en su informe anual 2009,

se encuentra estudiando la posibilidad de reducir la dependencia de los *ratings* en las operaciones de financiación del Eurosistema.

V. ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN ACTUAL

Como hemos visto en el apartado anterior, en Estados Unidos y en Europa la solución que se ha adoptado como respuesta a los fallos en la calidad de los *ratings* en las titulizaciones precrisis ha sido el registro y supervisión directa por parte de la SEC y la ESMA de las agencias de *rating*. Finalmente, en ambas jurisdicciones se ha optado por imponer una regulación *ex ante* que persigue el objetivo de que los *ratings* de las agencias tengan un mínimo de calidad. Tras las quiebras de Enron y Parmalat, el intento que se realizó en Europa de que las agencias se autorregularan siguiendo las pautas del Código IOSCO se consideró un fracaso. Se demostró que las agencias no tenían los incentivos correctos para cumplir las normas de conducta propuestas por IOSCO (28). En el caso concreto de las titulizaciones, se dieron las condiciones para que las agencias cayeran en un conflicto de intereses con los emisores de este tipo de valores, y elevaran los *ratings* de este tipo de emisiones por encima de lo deseable. Por tanto, parece razonable que las autoridades hayan optado por la regulación directa de las agencias de *rating* ante el fracaso que supuso el intento de autorregulación.

Como se ha señalado anteriormente, una de las razones fundamentales que impide que el mecanismo de la reputación funcione plenamente con las agencias es que parte de la regulación financiera está basada en *ratings*. Una reducción de la regulación basada en *ratings* es deseable desde un punto de vista de bienestar general. Tal reducción, teóricamente, provocará un aumento en la calidad de los *ratings*, al reforzarse el mecanismo de la reputación en la industria de las agencias de calificación. Los beneficios que se lograrían son claros; sin embargo, el cambio en la regulación financiera de los *ratings* por otros sistemas alternativos de evaluación del riesgo de crédito también tiene costes aparejados.

Los *ratings* emitidos por las agencias de calificación comenzaron a usarse en la regulación principalmente por dos motivos: son agentes que no intervienen directamente en el mercado, y cuentan con la suficiente capacidad como para realizar una buena evaluación del riesgo de crédito de terceros. Al estar centralizado el análisis en las agencias, y no tener cada participante que hacer su propio análisis, existían unas economías de escala en la evaluación del riesgo de crédito que debían realizar los participantes en el mercado.

Si, como propone el FSB, la regulación basada en *ratings* se sustituye en gran medida por modelos internos desarrollados por las entidades bajo supervisión,

los costes de evaluación del riesgo aumentarían notablemente para estas entidades. También aumentarían los costes de supervisión, ya que los supervisores nacionales deberán controlar tanto el diseño de estos modelos como su correcta utilización. Además de estos costes directos, podrían existir otros costes adicionales. En principio, no se puede garantizar que las entidades puedan individualmente realizar mejores evaluaciones sobre riesgo de crédito que las agencias. Aun en el supuesto de que las entidades se esforzasen en realizar las evaluaciones, es difícil que todas tengan acceso a información suficiente sobre emisores y emisiones para realizar un análisis correcto. Por ello, sería necesario, para que las entidades puedan hacer sus propios análisis, que se aumentara la transparencia de los emisores y de las emisiones de deuda, especialmente en el caso de las emisiones de titulización.

Además de las dificultades de acceso a la información, los gestores de las entidades supervisadas no tendrían siempre los incentivos correctos para realizar un análisis del riesgo de crédito adecuado. Estos gestores reciben unas retribuciones que no son proporcionales con respecto a los resultados de la entidad que gestionan. En general, los gestores reciben una retribución extra cuando la entidad obtiene beneficios por encima de un determinado umbral, pero no se les disminuye la retribución en la misma proporción cuando la entidad está en pérdidas. Esto puede incentivar la realización de modelos de evaluación de riesgo de crédito que permitan a las entidades tomar excesivos riesgos. Como se ha demostrado en la crisis financiera, los cinco principales bancos de inversión de Estados Unidos, a pesar de poseer modelos de evaluación internos, tomaron un riesgo de crédito que luego se demostró excesivo. De estos cinco bancos de inversión (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley), uno quebró, dos de ellos fueron absorbidos por otras entidades y los dos restantes necesitaron la ayuda económica del Estado para no entrar en quiebra. A pesar de que la regulación obligará a que los modelos de las entidades supervisadas cumplan determinados principios generales para compensar estos incentivos, pueden no ser suficientes para anularlos.

Debido a los costes que supone la implementación de los modelos internos propuestos por la Comisión Europea, podría ser conveniente no eliminar totalmente las referencias a los *ratings*. No todas las entidades reguladas son lo suficientemente grandes como para poder afrontar los costes que supone crear un modelo interno. Si no se ofrece una alternativa a las entidades de menor tamaño, se podría crear un problema de competencia a largo plazo entre las entidades supervisadas, al crear una barrera de entrada regulatoria.

En cualquier caso, si se decidiera imponer los modelos internos en las entidades supervisadas, sería reco-

mendable no eliminar de la regulación otras medidas públicas del riesgo, como son los *ratings*. Debido a que los incentivos de los gestores no están totalmente alineados con el interés general, sería aconsejable que existiese algún tipo de contrapeso a los resultados que produzcan los modelos internos. Podría considerarse como medida de riesgo vinculante para las entidades el máximo riesgo calculado entre la medida resultante del modelo interno y la derivada del *rating* que pueda tener esa emisión o emisor. Esta medida alinearía los incentivos de los gestores de las entidades supervisadas, a la vez que disminuiría la demanda de *ratings* por motivos regulatorios, lo que reforzaría el mecanismo de la reputación en la industria de las agencias de *rating*.

Otra forma alternativa de sustituir a los *ratings* en la regulación son medidas del riesgo de crédito basadas en los precios de los instrumentos de mercado vinculados al riesgo de crédito de las emisiones, como por ejemplo los diferenciales de los bonos o los CDS (29). Los organismos internacionales se han mostrado contrarios a este tipo de sustitución. Han argumentado que este tipo de instrumentos, en muchas ocasiones, no tiene la liquidez adecuada, y que sus precios pueden ser muy volátiles.

Sin embargo, lo que realmente preocupa a los organismos reguladores, y la principal razón por la que no abogan en la regulación por una evaluación del riesgo de crédito basado en instrumentos de mercado, es la volatilidad que presentan este tipo de activos en tiempos de crisis financiera. Esta volatilidad podría provocar un efecto procíclico en los requerimientos de capital de las entidades de crédito, o un aumento de las ventas forzadas en escenarios de *stress* en el caso de las entidades supervisadas. Sin embargo, esta volatilidad se podría reducir si se toma como referencia una media mensual, o cualquier otro estadístico que suavice la volatilidad de los precios diarios de estos instrumentos. Otra alternativa posible para que la volatilidad extrema que pueden tener los instrumentos de mercado no afecte a la medida del riesgo de crédito sería tomar como medida del riesgo de crédito el derivado de los *ratings* cuando los instrumentos de mercado sufran una volatilidad por encima de un determinado umbral.

VI. CONCLUSIONES

Durante el siglo XX, las agencias de *rating* tuvieron un papel visible e importante en los mercados financieros. Los *ratings* eran percibidos como un instrumento que realmente ayudaba a reducir la información asimétrica. Sin embargo, las quiebras de Enron y Parmalat, y sobre todo la actual crisis financiera, pusieron en cuestión su labor.

En el inicio de la crisis actual, se puso en tela de juicio la actuación de las agencias de *rating* en la califica-

ción que otorgaron a los productos estructurados. El cambio de *rating* que experimentaron muchos de los productos estructurados emitidos en el periodo anterior a la crisis no tiene precedentes.

El análisis de las causas por las que los *ratings* de las agencias tuvieron un papel tan alejado de lo deseable en este caso es complejo; de hecho, se debió a la conjunción de varios factores:

- La propia regulación que afectaba a las agencias de *rating*.

- La complejidad que estos productos entrañaban en cuanto a la implementación de modelos matemáticos fiables para su valoración, y para la medición de los riesgos que llevaban aparejados.

- La escasa calidad de la información con que contaban las agencias para emitir los *ratings* de estos productos.

- El conflicto de intereses entre agencias y emisores, que trajo como consecuencia unos *ratings* excesivamente elevados.

- El excesivo protagonismo que los inversores de estos productos dieron a los *ratings* como indicador de la calidad de sus inversiones.

- El papel de los *ratings* de estos productos como activos válidos para la regulación basada en *ratings*.

Aunque otros agentes —inversores, emisores y reguladores— contribuyeron a que los *ratings* no reflejaran debidamente el riesgo de crédito de estos productos, algunos de los factores que provocaron la falta de rigor fueron debidos al comportamiento de las agencias de *rating*. Este comportamiento se debió fundamentalmente a dos razones: a un conflicto de interés entre agencias de *rating* y emisores, y a la regulación basada en *ratings*.

En el periodo precrisis se dieron las circunstancias necesarias para que las agencias asignaran *ratings* superiores a los que deberían a este tipo de activos financieros. El mercado de productos estructurados estaba dominado por pocos agentes, a la vez que suponía un fuerte porcentaje de los ingresos de las agencias, en torno al 40-50 por 100. Este hecho, unido a otros factores como la falta de historial crediticio de este tipo de emisiones, hizo posible que se diera el conflicto de intereses.

Este conflicto de intereses hizo reaccionar a las autoridades financieras, y el FSB recomendó que se revisara el Código de Conducta que había realizado IOSCO en 2004, con el objetivo de que se redujeran los incentivos de las agencias a caer en este tipo de comportamien-

tos. Además, esta reforma también tuvo como objetivo que las agencias fueran mas transparentes en el ejercicio de su actividad. En el caso de Estados Unidos y la Unión Europea fueron más allá, y realizaron una regulación por la cual la actividad de las agencias es supervisada directamente por la SEC y la ESMA. En estas regulaciones se les impone una serie de normas de conducta, como la construcción de murallas chinas o la prohibición de que una agencia preste al mismo tiempo labores de asesoramiento y evaluación en una emisión.

La regulación basada en *ratings* es uno de los factores que puede debilitar el mecanismo por el cual las agencias tienen incentivos para que realizar sus evaluaciones siempre con la máxima calidad posible. Recientemente, el FSB mostró su preocupación por la influencia que la regulación basada en *ratings* pudo haber tenido sobre la calidad de los asignados a las emisiones de titulización pre-crisis. Este organismo aprobó una serie de principios, refrendados por el G20, con el objetivo de reducir el uso de *ratings* en la regulación financiera. El FSB propuso que esa reducción se hiciera, como normal general, a través de modelos construidos por los participantes en los mercados financieros para su uso interno. Estas recomendaciones del FSB encontraron una respuesta inmediata en Estados Unidos, en la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act de 2010*. En el caso de la Unión Europea, tras una consulta pública está previsto que se implementen las propuestas del Financial Stability Board.

El objetivo de las medidas del FSB es el deseable, al fortalecer el mecanismo de la reputación entre las agencias de *rating*, y con ello la calidad de sus *ratings*. Sin embargo, parece más controvertida la forma en que se propone implementarlo, a través de la sustitución de los *ratings* por modelos internos gestionados por las entidades participantes en los mercados financieros. Es difícil conocer a priori si el uso de modelos internos, por parte de las entidades, hará que los beneficios de reducir la regulación basada en *ratings* superen a sus costes. El uso intensivo de modelos internos provocaría el aumento de los costes de evaluación del riesgo de crédito. Por un lado, cada una de las entidades tendría que realizar sus propios análisis, cuando antes esa actividad estaba centralizada en las propias agencias. Además de estos costes también aumentarían los costes de supervisión, ya que estos modelos deberían ser supervisados, y los costes de transparencia de los emisores para que todos los participantes en el mercado tengan la información necesaria para realizar sus evaluaciones.

Además de los costes descritos, también deberían tenerse en cuenta los incentivos que se introducen para los gestores de las entidades que gestionan sus propios modelos de evaluación del riesgo de crédito. Estos gestores reciben una retribución extra cuando su empresa logra tener unos beneficios que superen un determina-

do umbral. Sin embargo, estos gestores no se ven penalizados en la misma proporción cuando su empresa entra en pérdidas. Por ello, los gestores tienen incentivos a realizar evaluaciones que infravaloren los riesgos que su empresa está asumiendo. Aunque la regulación proporcione principios generales para garantizar que los modelos internos tengan un mínimo de calidad, no parece fácil que estos principios puedan anular completamente los incentivos de los gestores.

Una forma de alinear los incentivos de los gestores con el interés general sería no eliminar totalmente el uso de los *ratings* en la regulación financiera. Podría ser considerada como medida de riesgo vinculante para las entidades el máximo entre el riesgo de crédito derivado del *rating* y el calculado por la propia entidad. Con esta medida por una parte, se podría, dotar a los gestores con unos incentivos acordes al interés general y, por otra, se reduciría la demanda de *rating* por motivos regulatorios, al no ser, al menos en teoría, siempre vinculante la medida del riesgo de crédito derivada de los *ratings*.

Otra forma de sustituir los *ratings* sería utilizar los precios que provienen de instrumentos de mercado como los CDS. El FSB ha criticado a estos instrumentos con el argumento de que tienen poca liquidez, y el de que presentan una excesiva volatilidad en los momentos de crisis financiera. Sin embargo, aunque una proporción relevante de este tipo de instrumentos no son líquidos, también es cierto que algunos de ellos tienen una liquidez elevada. Sería conveniente, por tanto, estudiar el uso de estos instrumentos con liquidez en la regulación financiera para evaluar el riesgo de crédito a través de medidas que reduzcan su volatilidad diaria, como pueden ser medias diarias de precios mensuales, trimestrales o incluso anuales.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(1) SY (2009) analizó cómo el uso de los *ratings* con fines regulatorios provocó que parte de los inversores basaran su inversión en productos complejos, como son las titulizaciones, y no realizaran sus propios análisis sobre la conveniencia de dichas inversiones.

(2) MBS es el acrónimo de *Mortgage Backed Securities*. CDO es el acrónimo de *Collateralized Debt Obligation*.

(3) El índice ABX HE AAA es el índice de los 20 CDS más líquidos sobre referencias de titulizaciones RMBS AAA de Estados Unidos, la mayoría de ellas *subprime*. Cada seis meses se renuevan los nombres que componen el índice, constituyendo una nueva serie. Los nombres que aparecen en cada serie son fijos a lo largo de la vida de cada una de las series. La forma en que se expresa este índice es especial. No se cotiza en puntos básicos, sino en forma de número índice, al igual que lo hacen los bonos. Un precio por debajo de 100 indica que el precio de la protección es mayor que al inicio de la serie, un precio por encima de 100 indica que el precio de la protección es menor que al inicio de la serie.

(4) Una hipoteca se considera como *subprime* cuando no cumple los requisitos para considerarla de grado *prime*. La agencia Fannie Mae definió y marcó los estándares para que una hipoteca se considerara como *prime*. Los prestatarios que cumplen los requisitos para que se les conceda el dinero para una hipoteca *prime* deben tener una ratio deuda/ingresos no superior al 45 por 100, una ratio préstamo/valor de la propiedad debe ser inferior al 90 por 100 y el *credit score* de al menos 620 (en Estados Unidos, los *credit scores* varían entre 350 y 850, con una mediana de 678 y una media de 723).

(5) Véase el apéndice II de LOSADA (2009).

(6) BOLTON, FREIXAS y SHAPIRO (2011) demuestran que las agencias de *rating* tuvieron incentivos para caer en un conflicto de intereses en el periodo pre-crisis que desembocó en la emisión de unos *ratings* de baja calidad.

(7) Como se demuestra en SHAPIRO (1983, 1986), la reputación es un activo fundamental en las industrias en las que las relaciones entre consumidores y empresas se prolongan por un largo periodo de tiempo, existen asimetrías informativas y los consumidores no pueden verificar la calidad del producto que consumen en el momento en el que lo hacen. La industria de las agencias de *rating* reúne estas tres características.

(8) American Enterprise Institute for Public Policy Research, documento HR 2990: «Creating a competitive agency sector».

(9) «The role of credit *rating* agencies in structured finance». Documento CESR/08-277, disponible en <http://www.cesr.eu>.

(10) En el caso de las emisiones de titulización, la literatura académica (véanse BONGAERTS *et al.*, 2009; CHAMPSAUR, 2005, y MASON y ROSNER, 2007) ha mostrado cómo este debilitamiento del mecanismo de la reputación ha ayudado significativamente a que las agencias emitieran unos *ratings* muy por debajo de la calidad deseable.

(11) «The role of credit *rating* agencies in structured finance». Documento CESR/08-277, disponible en <http://www.cesr.eu>.

(12) Esta afirmación lleva aparejado el supuesto de que el bienestar de las agencias de *rating* (su beneficio) y el de los emisores y los inversores tienen el mismo peso dentro de la función de bienestar social.

(13) En este sentido, en McNAMARA y VAALER (2004) dan argumentos a favor de que los entrantes en este tipo de industria tienden a aumentar la competencia y, con ella, la calidad de los *ratings*, además de prevenir posibles abusos de posición de dominio.

(14) FISCH (2004) documenta que Fitch disfrutó de una cuota de mercado mayor que Moody's en el mercado de titulizaciones en el periodo pre-crisis.

(15) Principalmente bonos corporativos y deuda pública.

(16) En CANTWELL (1998) se muestra que el 90 por 100 de los emisores que fueron calificados por primera vez por iniciativa de una única agencia decidieron pagar por las subsiguientes revisiones de *rating*.

(17) Para una descripción más detallada de la regulación basada en *ratings* y los objetivos que persigue véase la sección 2.3 de esta monografía.

(18) En virtud de la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.

(19) El Banco de España ha regulado el proceso de reconocimiento de ECAI mediante la Circular 3/2008, de 22 de mayo, en las normas 19 y 20.

(20) Para un mayor detalle del proceso de reconocimiento y de las agencias de *ratings* reconocidas en España como ECAI, visítase <http://www.transparencia.cnmv.bde.es>.

(21) Acerca de los debates y estudios sobre la situación global de la industria del *rating*, IOSCO publicó dos documentos: El pri-

mero referente a los servicios que ofrecen al mercado financiero; «Report on the activities of credit rating agencies», disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf> y el segundo sobre los pilares que rigen el buen funcionamiento de la industria; «Statement of principles on the activities of credit rating agencies», disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

(22) El Código IOSCO esta disponible en <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

(23) La sección 702 de la *Sabernes-Oxley Act of 2002* requería un estudio por parte de la SEC sobre el papel de las agencias de *rating* en los mercados financieros. La SEC emitió el estudio *The Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, en el cual se ponían de manifiesto ciertas disfunciones en la industria de las agencias de *rating*.

(24) Moody's Investor Service, Standard and Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd, Japan Credit Rating Agency Ltd, R&I Inc, Egan-Jones Rating Company, LACE Financial y Realpoint LLC.

(25) «CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies», *Consultation Paper*, CESR 04-612b (noviembre 2004).

(26) «CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies», CESR 05-139b (marzo 2005).

(27) El último de los documentos que revisan el papel de las agencias de *rating* es «AMF 2007. Report on rating agencies», disponible en http://www.amf-france.org/documents/general/8131_1.pdf.

(28) BOLTON, FREIXAS y SHAPIRO (2011) demuestran que las agencias de *rating* tuvieron incentivos para caer en un conflicto de intereses en el periodo pre-crisis, que desembocó en la emisión de unos *ratings* de baja calidad.

(29) En LOFFLER (2004) se muestra cómo las medidas basadas en instrumentos de mercado fueron superiores a los *ratings* en términos de riesgo, pérdidas esperadas y medidas de riesgo-retorno, en una cartera con instrumentos con riesgo de crédito en los años de 1983 a 2002.

BIBLIOGRAFÍA

AMF (2007), *AMF 2007 Report on Rating Agencies*.

BOLTON, P.; FREIXAS, X., y SHAPIRO, J. (2011), «The credit rating game», *Journal of Finance*, próxima aparición.

BONGAERTS, D.; CREMERS, K.J., y GOETZMANN, W. (2009), «Multiple ratings and credit spreads», NBER, *Working Paper* n° 15331.

CANTOR, R. (1994), «The credit rating industry», *Federal Reserve Bank of New York-Quarterly Review*.

CANTWELL, J. (1998), «Managing credit ratings and rating agency relationships», *Treasury Management Association Journal*, volumen noviembre/diciembre: 1-22.

CEBS (2006), *Guidelines on the Recognition of External Credit Assessment Institutions*.

CESR (2008), *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*.

CHAMPSAUR, A. (2005), «The regulation of credit rating agencies in the U.S. and the E.U.: Recent initiatives and proposals», Harvard Law School, *Working Paper*.

DITTRICH, F. (2007), *The credit rating industry: Competition and regulation*, Universidad de Colonia, tesis doctoral.

EUROPEAN COMMISSION (2008), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*.

- (2008a), «Commission staff working document accompanying the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies – Impact assessment».
- FISCH, J. (2004), «Rating the raters», *Davis Business Law Journal*, vol. 5.
- (2007), *Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean*.
- IOSCO (2004), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*.
- LEE, H. (2007), «Competition in the credit rating industry», Universidad Nacional de Seul, *Working Paper*.
- LOFFLER, G. (2004), «Ratings versus market-based measures of default risk in portfolio governance», *Journal of Banking and Finance*, volumen 28: 2715-2746.
- LOSADA, R. (2009), «Agencias de rating: hacia una nueva regulación», CNMV, *Monografía n° 34*.
- MARIANO, B. (2007), «A model of the ratings industry», Universidad Carlos III de Madrid, *Working Paper*.
- MASON, J., y ROSNER, J. (2007), «Where did the risk go? How misapplied bond ratings cause mortgage-backed securities and collateralized debt obligation market disruptions», SSRN, *Working Paper número 1027475*.
- MCNAMARA, G., y VAALER, P. M. (2004), «Crisis and competition in expert organizational decision making», *Organization Science*, vol. 15: 687-703.
- SHAPIRO, C. (1983), «Premiums for high quality products as returns to reputations», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98: 659-679.
- (1986), «Investment, moral hazard and occupational licensing», *Review of Economic Studies*, vol. 53: 843-862.
- STANDARD AND POOR'S (2007), *2007 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions*.
- SY, A.N.R. (2009), «The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets», IMF, *Working Paper 09/129*.

El *rating* de las financiaciones estructuradas

Evaluación del riesgo de estos productos por parte de las agencias de calificación

Miguel Córdoba Bueno

I. INTRODUCCIÓN

Cuando, en el segundo semestre del año 2007, se produjo el inicio de la crisis que estamos padeciendo, se puso de manifiesto el impacto que, sobre el sistema financiero, provocaron las hipotecas *subprime*, que afectaron tan profundamente a los bancos, a la Bolsa y a la sequía de crédito de las empresas. Sin embargo, salvo unos pocos iniciados, el público en general no sabía la verdadera transcendencia del problema suscitado.

Evidentemente, y hablando ya más propiamente, el problema no era que existieran riesgos de crédito por debajo del nivel aceptable de garantía que habitualmente exigen los bancos cuando dan un préstamo; el problema era lo que se había hecho con esos préstamos a la hora de «empaquetarlos» en estructuras para que resultaran atractivos a inversores institucionales y particulares.

Durante la última década, los banqueros de inversión inventaron un nuevo deporte: la creación de financiaciones estructuradas cada vez más complejas y apalancadas, tomando como base la expansión casi infinita del crédito, y otorgando préstamos de todo tipo a personas e instituciones que dudosamente, incluso en origen, podían pagar, con el objetivo final de obtener enormes *bonus* con los que sufragar la costosa vida de dioses del Olimpo financiero que vivían en ese exclusivo *resort* que se llama Wall Street.

Los años 2005, 2006 y 2007 fueron el paraíso de los estructuradores de productos. Cobraban fortunas por «empaquetar» hipotecas basura, productos derivados, derechos sobre ingresos futuros, etc. Y todo se vendía. Parecía como si una especie de locura generalizada hubiera llegado al mundo económico-financiero, que había entrado en un círculo virtuoso que nunca acabaría.

Pero ¿por qué se vendía todo? ¿Es que los inversores habían dejado de tener criterio? Las virtudes clásicas de la gestión de inversiones, en la que se ponía en relación la rentabilidad y el riesgo de éstas, deberían haber permanecido, al menos en términos generales. Un gestor de fondos que lleva veinte o treinta años invirtiendo no pasa del blanco al negro sin etapas intermedias. La respuesta es sencilla, los inversores se fiaron a pies juntillas, como venía siendo habitual, del *rating* (calificación crediticia) de los productos que se les ofrecían, que cada vez eran más sofisticados y tenían una mayor rentabilidad, aunque llevaban escondido un nuevo riesgo, el riesgo de crédito o contraparte, no tan habitual hasta entonces para los gestores experimentados, habituados básicamente a lidiar con los tradicionales riesgos de interés y de cambio, y al hecho de que estaban acostumbrados a que cuando evaluaban una inversión tradicional conocían quien era la entidad emisora, y ésta normalmente era una compañía de un cierto nivel, ya que, si no, tendría vetado el acceso a los mercados de capitales.

Las agencias de calificación comenzaron a dar *rating* a los productos estructurados en el año 1993. Al principio se trataba de pocos productos y no eran demasiado complejos, pero con el desarrollo de los derivados de crédito a finales de la década de los noventa, y su posterior explosión en la primera década del presente siglo, las financiaciones estructuradas se fueron desarrollando como bacterias en carne caducada en el mes de julio. Los banqueros de inversión necesitaban cada vez más producto, y no paraban de otorgar hipotecas y tarjetas de crédito a cualquiera, tuviera o no un trabajo estable o una formación básica que le permitiera tener una mínima posibilidad de continuar teniendo ingresos cuando el círculo virtuoso se eclipsara. Con esos productos básicos, estructuraban, titulizaban y reempaquetaban sin parar, haciendo productos sintéticos cuyo riesgo era ya casi imposible evaluar. A pesar de ello, los

ratings de las agencias de calificación se mantuvieron altos en el período previo a la crisis.

Sin embargo, el ídolo, como hemos podido comprobar, tenía los pies de barro. El binomio rentabilidad-riesgo tiene dos componentes, y no sólo uno —la rentabilidad—, como esos banqueros de inversión parecían creer. Se olvidaron del riesgo de impago, que es la variable básica de gestión del riesgo en el negocio bancario. Algunos decían que, como empaquetaban muchas hipotecas basura, no iban a suspender pagos todas ellas a la vez, por lo que, si daban un 15 por 100 de rentabilidad, lo normal es que como mucho un 10 por 100 se declarara insolvente, y seguirían ganando un 5 por 100. Ilusos. Muchos de ellos no eran más que aprendices bisoños de banquero que creían que, por tener un título de una universidad americana de élite, jugar al *paddle* y ponerse gomina en el pelo, ya lo tenían todo hecho. El problema era que sus jefes no tenían mucha más experiencia. Se habían criado en un mundo de dinero fácil y con visión cortoplacista. Todas las virtudes históricas del buen banquero desaparecieron, y el mundo explotó.

Durante los cuatro últimos años, hemos visto cómo grandes bancos y compañías de seguros se desmoronaban, cómo los estados nacionales tenían que salir en ayuda de estas entidades para que todo el edificio no se viniera abajo, endeudándose a niveles que no sabemos si el propio sistema podrá aguantar, ya que la capacidad de deuda de un Estado no es infinita, como a veces parecen creer los políticos, con esa visión cortoplacista similar a la ya comentada de los banqueros de inversión.

En el año 2008 pudimos asistir a situaciones en principio inconcebibles, cuando los propios bancos, después de meses de análisis y de dotación de provisiones por impago, informaban en sus reuniones trimestrales que eran incapaces de conocer el riesgo que tenían en su balance por sus inversiones en productos estructurados, habida cuenta de su complejidad, y a pesar de que, en muchos casos, eran ellos mismos los que habían fabricado la estructura, quedándose con parte de ella. Muchas grandes entidades tuvieron que volver a provisionar varias veces por los mismos activos.

La pregunta que nos hacemos es: ¿cómo es posible que productos tan sofisticados y con tan elevado riesgo pudieran ser comprados por todo tipo de inversores institucionales y particulares? Sencillamente, porque confiaban ciegamente en el *rating* asignado por las agencias de calificación.

Nuestro objetivo en este documento es analizar los *ratings* asignados a las financiaciones estructuradas, así como su evolución a lo largo de los últimos años. Para ello, hemos contado con la inestimable colaboración de Moody's, que nos ha facilitado información estadística

sobre su actividad en el segmento de financiación estructurada, y nos ha resuelto algunas dudas sobre este complejo segmento. Dado que lo habitual es que los emisores pidan *rating* al menos a dos de las tres grandes agencias (las otras dos son Standard & Poor's y Fitch), consideramos que la información facilitada es suficientemente representativa de lo acaecido en el sector en los últimos años, ya que hay una muy elevada correlación en los *ratings* aplicados a una emisión por Standard & Poor's y Moody's, las dos principales agencias.

Precisamente por la complejidad citada, comenzaremos por ver qué motiva y cómo se desarrolla el proceso de estructuración definiendo las estructuras más habituales en la financiación estructurada, de forma que después podamos identificar cuáles de ellas han sido realmente las causantes de la denominada crisis *subprime*, y cómo han evolucionado los *ratings* de cada tipo de producto.

II. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS.

La financiación estructurada surge por el hecho de que una entidad, en lugar de acudir a la tradicional emisión de bonos o a un préstamo bancario, decide ofrecer a los inversores préstamos con diferentes características y con distintas rentabilidades en función de las citadas características. Habitualmente, se suelen «empaquetar» muchos préstamos pequeños de características similares en una serie de tramos, asignándose un *rating* específico a cada tramo en función del riesgo de los activos incluidos en él.

Es habitual que una entidad que desee emitir financiación estructurada divida dicha financiación en tres tramos: el tramo *senior*, o financiación más segura (entre Aaa y A), un tramo *mezzanine*, o de riesgo medio (Baa), y un tramo especulativo (Ba o inferior), utilizando en los tres casos la calificación de Moody's (AAA, A, BBB, BB, respectivamente, en la calificación de Standard & Poor's). Obviamente, la rentabilidad de los tres tramos es diferente, recibiendo mayor rentabilidad cuanto más bajo es el *rating* asignado al tramo por la agencia de calificación. En cualquier caso, el objetivo del emisor es conseguir pagar con esta financiación estructurada un interés agregado inferior al que hubiera pagado si hubiera realizado una emisión de bonos simples en el mercado de capitales.

Pocas cosas hay tan abiertas como la estructuración de productos. Con depósitos, títulos de renta fija, opciones, futuros, *swaps* (permutas financieras) y derivados de crédito se puede elaborar casi cualquier cosa. No obstante, en la última década se han popularizado algunas estructuras, que han sido las más vendidas y que

han sido, especialmente, las denominadas «hipotecas basura», las responsables de la crisis actual.

Podemos realizar la siguiente clasificación en terminología anglosajona, ya que no existen términos en castellano que puedan ser traducidos:

1. Financiaciones estructuradas básicas

— *Asset-backed securities* (ABS). Valores emitidos con garantía de préstamos, facturas de tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes, préstamos para la construcción de viviendas, comisiones de gestión de fondos de inversión, derechos de propiedad intelectual, etc. Los préstamos para adquisición de vivienda propia (*Home equity loans*, HEL) están excluidos como garantía de un ABS.

— *Residential mortgage-backed securities* (RMBS). Normalmente se incluyen en esta rúbrica los *Home equity loans* (HEL), por lo que es frecuente llamar a esta línea RMBS/HEL. Los RMBS son valores emitidos con garantía de primeras hipotecas sobre activos inmobiliarios residenciales, hipotecas *subprime* (otorgadas a prestatarios calificados con *rating* B o C), préstamos para mejora de la vivienda habitual, préstamos de alta rentabilidad, líneas de crédito para adquisición de vivienda propia, segundas hipotecas sobre inmuebles, segundas titulaciones sobre los activos anteriores y titulaciones de diferenciales netos de interés.

— *Commercial mortgage-backed securities* (CMBS). Valores emitidos con garantía de hipotecas sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial en al menos un 70 por 100 del colateral.

— *Collateralized debt obligations* (CDO). Obligaciones emitidas con garantías afectadas a las mismas. Incluye valores emitidos con garantía de hipotecas sobre activos inmobiliarios de naturaleza comercial con menos del 70 por 100 de colateral. Excluye bonos estructurados con garantía de productos derivados y valores que hayan sido objeto de una segunda estructuración realizada sobre una estructuración previa.

2. Otras financiaciones estructuradas

— *Asset-backed commercial paper* (ABCP). Pagarés de empresa emitidos con garantía de activos.

— *Covered bonds*. Bonos emitidos con cobertura.

— *Derivative product companies* (DPC). Productos derivados emitidos por compañías.

— *Insurance linked securities*. Valores ligados a estructuras de seguro, como, por ejemplo, los bonos ligados a posibles catástrofes naturales.

— *Structured investment vehicle* (SIV). Estructuras de inversión basadas en un determinado vehículo, normalmente depósito o bono que sirve de subyacente.

En el desarrollo siguiente estructuraremos la información sobre la base de los grupos de productos a los que antes nos hemos referido como *Financiaciones estructuradas básicas*, a fin de conocer la evolución que ha tenido este mercado en los últimos años.

En cualquier caso, los principales actores de esta obra son las hipotecas *subprime* y las hipotecas alternativas (de alta rentabilidad), las cuales han sido concedidas por los bancos comerciales a personas con ingresos reducidos que no les permitirían pagar en un futuro las cuotas, o a personas cuyo historial de pagos en el pasado aconsejaría la no concesión por ser morosas. Sin embargo, y a pesar de que lo ortodoxo hubiera sido no dar esas hipotecas, lo cierto es que se dieron, y en un volumen inmenso, a lo largo de todo Estados Unidos. Hay que tener en cuenta que este país tiene un mercado hipotecario caracterizado por la existencia de *brokers* o intermediarios especializados en conectar la oferta y la demanda de hipotecas, y en el año 2005, por ejemplo, dos de cada tres hipotecas que se dieron en Estados Unidos se originaron con la mediación de un *broker*.

Los *brokers* americanos no asumen ningún riesgo, simplemente cobran una comisión por poner los prestatarios a disposición de los bancos comerciales, que son los que realmente asumen el riesgo, pero sólo temporalmente, ya que otra característica del mercado americano es que existe un mercado de reventa de hipotecas, y los bancos comerciales reciben el cliente de los *brokers*, firman la póliza y luego la venden a los bancos de inversión, quedándose también con un beneficio por intermediar la operación. Finalmente, son los bancos de inversión americanos los que utilizan estas hipotecas como subyacente para fabricar los productos estructurados, los cuales se venden a inversores en una buena parte, siendo estos últimos los que finalmente asumen gran parte del riesgo del impago de la hipoteca.

El sistema funciona siempre que los prestatarios sigan teniendo trabajo y el precio de los inmuebles hipotecados siga subiendo en el mercado; vamos, siempre que el ciclo económico continúe siendo expansivo. Pero, en el fondo, se trata de un planteamiento piramidal, que se basa en que las cosas siempre valen más y, por tanto, no hay problema en tomar esa hipoteca o incluso en refinanciarla por un importe mayor para que el prestatario haga mejoras en la casa, se compre un coche o se vaya de vacaciones a Florida. En el momento en el que cambie el ciclo, y se pierda el trabajo o se atisbe que el precio de la vivienda va a disminuir, todo se desmoronará como un castillo de naipes.

El otro gran protagonista de esta crisis *subprime* son los CDO o bonos colateralizados con deuda. El origen de los CDO puede ser parecido al de las «hipotecas basura», aunque en este caso los bancos de inversión suelen crear un vehículo que compra tanto las hipotecas como otros activos, y emite bonos con diferentes calificaciones. Tal y como indicamos antes, una estructura normal de un CDO podría ser la que recoge el cuadro núm. 1.

Los tramos AAA, e incluso los AA, suelen ser adquiridos por inversores institucionales, y en particular compañías de seguros, mientras que los tramos BBB y los que están por debajo bien los adquieren *hedge funds* (fondos de inversión libre) o bien se los quedan los propios bancos de inversión en cartera.

El que con los mismos activos se establezcan distintos tramos de calificación se debe a dos motivos:

— Existencia de prelación en el cobro en caso de impago, es decir, los primeros que dejan de cobrar son los tenedores de tramos por debajo de BBB, luego dejarían de cobrar los que tuvieran BBB, luego los que tuvieran A, luego los que tuvieran AA, y finalmente los que tuvieran la AAA. Estadísticamente, en el año 2005 se produjeron impagos en un 5 por 100 de las hipotecas, por lo que a priori parecía haber una cobertura suficiente (lo cual, evidentemente, no ocurrió en los años siguientes).

— Compra de un CDS, o *credit default swap* (permuta financiera del riesgo de impago), por parte de la entidad emisora de los bonos, con el cual se cubre del posible impago por parte de los prestatarios. El funcionamiento del CDS es sencillo: el comprador se compromete a pagar una determinada cuota durante varios años a cambio de que el vendedor (que recibe las cuotas) se haga cargo del posible impago de principal e intereses durante el período pactado.

Con este esquema genérico, los nuevos banqueros de Wall Street se lanzaron de forma desenfrenada en los años 2003 a 2007 a emitir productos estructurados por los que cobraban entre un 2 por 100 y un 6 por 100, con un esquema absolutamente destajista, es decir, cuanto más colocaran, más ricos serían tanto ellos como sus jefes y como los jefes de sus jefes. La gallina de los huevos de oro no paraba de poner huevos, y

la codicia nublaba la otrora gran virtud del banquero: evaluar el riesgo del producto que estaban comercializando.

Algunos banqueros se cubrieron con CDS pensando que, de esa forma, habían evitado el riesgo de impago, y sí, lo hubieran evitado si la entidad de contraparte con la que habían contratado la permuta del riesgo de impago hubiera sido solvente, pero la elevación a la enésima potencia de la emisión de CDS y la quiebra simultánea de la mayoría de los subyacentes hizo que los emisores de los CDS no pudieran hacer frente a sus obligaciones, y finalmente los CDO no pudieron ser pagados, al menos en una parte significativa.

Las grandes entidades emisoras de CDS, todas ellas valoradas con triple A por las agencias de calificación, como Fannie Mae, Freddie Mac o AIG, la mayor aseguradora del mundo, directamente quebraron, y tuvo que ser el Tesoro americano el que acudiera al rescate con cantidades escandalosas de dinero, en una operación desconocida hasta entonces. Las financiaciones estructuradas habían hecho saltar por los aires el sistema financiero mundial.

III. LA PROBLEMÁTICA DEL IMPAGO DE DEUDA

La financiación estructurada tiene su talón de Aquiles en el riesgo de crédito, es decir, en el hecho de que el emisor de dicha financiación pague o no pague los intereses y el principal de la deuda en las fechas señaladas. La posibilidad de que una deuda, ya sea emitida por una entidad pública o una entidad privada, sufra impago por parte de su emisor (a lo cual obviamente hace referencia el *rating*) tiene que ser, por su propia naturaleza, diferente de la posibilidad de que sufra impago una financiación estructurada. Además no es lo mismo que se produzca un impago de intereses o que se produzca un impago del principal de la deuda o financiación estructurada a la amortización.

Habitualmente, la consideración de una deuda como impagada puede venir referida a tres posibles eventos:

— Que los intereses de la financiación estructurada dejen de pagarse.

CUADRO NÚM. 1
ESTRUCTURA DE UN CDO

RATING	ESTRUCTURA	INTERÉS SOBRE LIBOR
AAA	Más del 50 por 100	Entre 5 y 20 puntos básicos
Entre AAA y BBB	Entre el 30 y el 40 por 100	Entre 50 y 200 puntos básicos
No <i>Investment Grade</i>	Entre el 5 y el 10 por 100	Entre 1.000 y 1.500 puntos básicos

— Que el *rating* del producto estructurado baje a niveles de Ca o C (en la clasificación habitual de Moody's).

— Que la entidad obligada al pago de intereses y amortización sea declarada en suspensión de pagos.

Por otro lado, a lo largo de la vida del producto estructurado se puede producir una evolución positiva o negativa, es decir, entidades que han dejado de pagar intereses pueden volver a pagarlos, y entidades que han dejado de pagar intereses, pueden solicitar una quita del principal de la deuda. Ello, obviamente, influye en el *rating* asignado por la agencia de calificación, que a su vez va cambiando en las sucesivas actualizaciones.

En el cuadro núm. 2 podemos ver la evolución del deterioro de los productos de financiación estructurada en el período 1993-2009 para la agencia Moody's (como hemos indicado antes, habitualmente se suele pedir *rating* a las dos agencias, por lo que podemos considerar estas cifras como representativas de este segmento de negocio financiero).

Podemos observar cómo la inmensa mayoría de los impagos en financiaciones estructuradas se han producido en principal; es decir, que cuando un emisor se da cuenta de que hay problemas con el producto estructurado, no espera a que se produzca el impago de interés, sino que directamente anuncia el impago simultáneo de principal e intereses.

Asimismo, es muy indicativo ver cómo se ha incrementado geométricamente el impago de financiaciones

estructuradas desde que comenzó la crisis *subprime* en los últimos meses del año 2007. Antes, las financiaciones estructuradas podrían hasta considerarse como un producto «seguro», habida cuenta de los pocos impagos que se habían producido durante catorce años, lo cual había creado una ilusión inversionista en los adquirentes de este tipo de producto, que veían cómo invirtiendo en financiaciones estructuradas en el tramo *mezzanine* obtenían un plus de interés sobre las inversiones tradicionales.

Si analizamos la estructura de los impagos producidos en el año 2009, última disponible a la redacción de este documento (gráfico 1), podemos ver que el 74 por 100 de los impagos en financiaciones estructuradas calificadas por Moody's se produjeron en los productos RMBS/HEL emitidos en Estados Unidos, con lo que podemos garantizar que el responsable de la denominada crisis *subprime* fue claramente este país, estructurando productos sobre la base de «hipotecas basura» concedidas en medio de una burbuja inmobiliaria de un nivel desconocido hasta ahora, y a prestatarios que ya en origen se sabía que no iban a poder pagar.

Otro dato muy importante, que se recoge en el gráfico 1, es que la mayoría de los impagos producidos provienen de las estructuras que se emitieron en los años 2005, 2006 y 2007, coincidiendo con la locura de los mercados de emisión en Estados Unidos, época en la que los «ingenieros» financieros de los bancos de inversión inventaban cualquier cosa con tal de vendérsela a los indefensos inversores, consiguiendo enormes *bonus* con los beneficios diferenciales que se obtenían entre lo que costaba realmente elaborar la estructura y el precio final al que se vendía a los compradores. Pocas veces a lo largo de la historia la relación rentabilidad-riesgo ha sido más desafortunada.

En el gráfico 2, podemos ver la distribución de los impagos del año 2009 en función del *rating* original otorgado por Moody's. Es interesante comprobar que los impagos se han producido en todos los tramos de las estructuras analizadas, y que más del 52 por 100 se produjeron en las mejores calificaciones, Aaa y Aa. Es preciso insistir, tal y como hemos indicado anteriormente, en que una financiación estructurada suele tener tres tramos claramente diferenciados, la financiación *senior*, usualmente triple A, la denominada *mezzanine*, que es una financiación intermedia, y el resto, es decir la «basura», que es lo que habitualmente se quedaba en los balances de los bancos de inversión a elevadísimas tasas de interés, habida cuenta del riesgo, y que, como todos sabemos, es lo que llevó a que durante muchos meses los bancos, tanto los que tuvieron que ser intervenidos como los que no, estuvieran diciendo a sus accionistas que eran incapaces de valorar el riesgo que habían asumido de cara a dotar las provisiones que necesitaban sus balances.

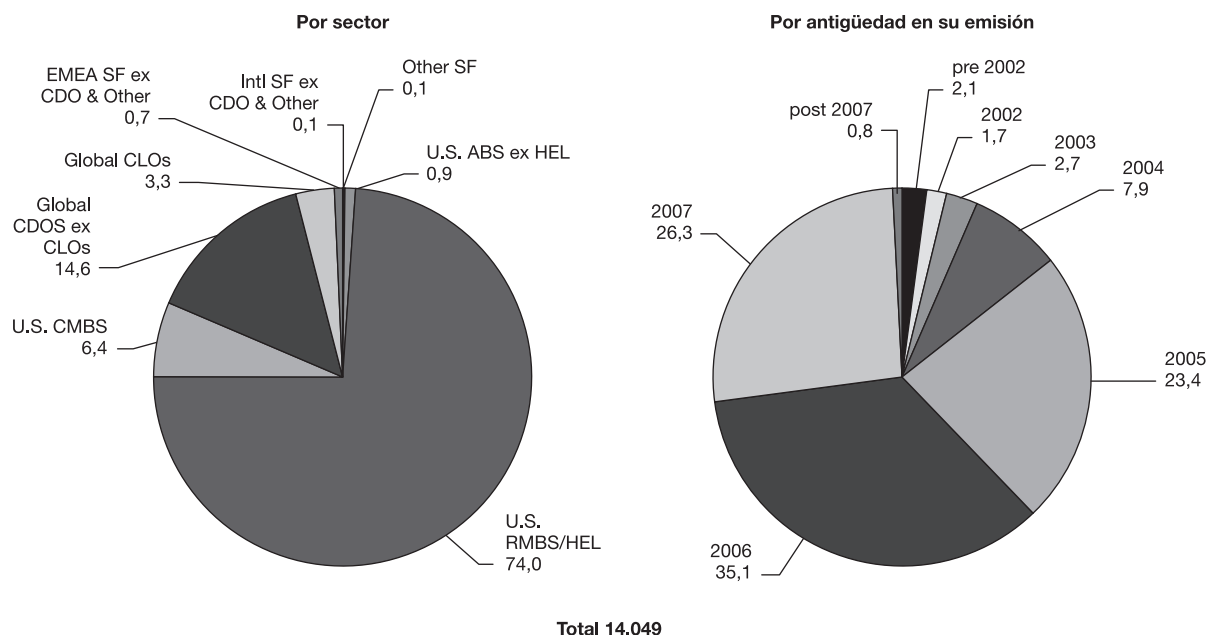
CUADRO NÚM. 2

**IMPAGOS DE PRINCIPAL E INTERÉS POR AÑO
EN EL QUE SE PRODUCE EL IMPAGO**

AÑO DEL IMPAGO	IMPAGOS DE PRINCIPAL	IMPAGOS DE INTERÉS	TOTAL IMPAGOS
1994	3	0	3
1995	1	0	1
1996	17	0	17
1997	37	0	37
1998	25	0	25
1999	52	2	54
2000	50	0	50
2001	101	2	103
2002	270	3	273
2003	1995	15	210
2004	231	4	235
2005	89	1	90
2006	104	3	107
2007	2.134	13	2.147
2008	12.634	92	12.726
2009	13.153	896	14.049
Total	29.096	1.031	30.127

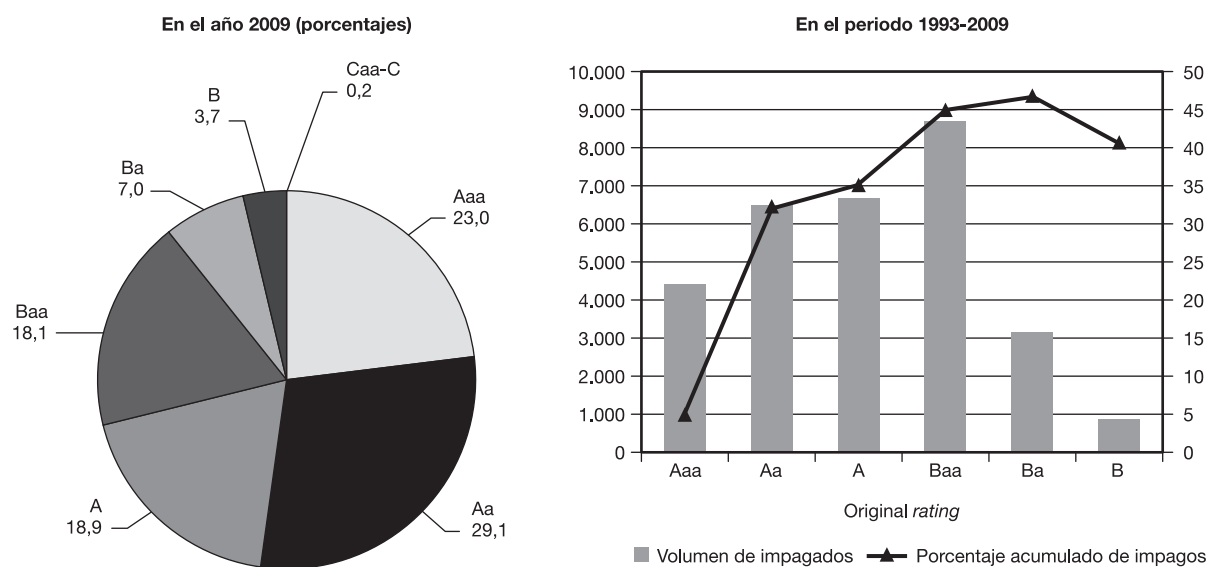
Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

GRÁFICO 1
DISTRIBUCIÓN DE IMPAGOS PRODUCIDOS EN 2009 (en porcentaje)



Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE IMPAGOS PRODUCIDOS EN FUNCIÓN DEL RATING OTORGADO EN ORIGEN



Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

En la segunda parte del gráfico se puede ver la «ratio de acierto» de la agencia de calificación a lo largo del período 1993-2009, en función de la categoría de la financiación estructurada calificada. Como era lógico,

el porcentaje de no acierto en triple A es muy bajo, pero en las calificaciones siguientes (Aa y A) supera el 30 por 100, lo cual es bastante elevado. Lógicamente a partir de Baa, la ratio sube por encima del 45 por 100. Y hay

CUADRO NÚM. 3
IMPAGOS PRODUCIDOS POR AÑO DE IMPAGO Y SECTOR

DIFERENTES PRODUCTOS								
AÑO DE IMPAGO	U.S. ABS EX HEL	U.S. RMBS/HEL	U.S. CMBS	GLOBAL CDOs EX CLOs	GLOBAL CLOs	EMEA SF EX CDO & OTHER	INTI SF EX CDO & OTHER	OTHER SF
1994	0	0	3	0	0	0	0	0
1995	0	1	0	0	0	0	0	0
1996	0	17	0	0	0	0	0	0
1997	0	37	0	0	0	0	0	0
1998	4	21	0	0	0	0	0	0
1999	12	38	2	1	1	0	0	0
2000	15	23	0	10	2	0	0	0
2001	29	17	5	50	2	0	0	0
2002	117	17	17	110	5	0	7	0
2003	99	34	23	49	5	0	0	0
2004	144	20	20	49	0	2	0	0
2005	17	29	21	19	4	0	0	0
2006	32	32	22	17	3	1	0	0
2007	20	1.504	8	591	0	3	0	21
2008	21	9.745	79	2.824	22	8	11	16
2009	120	10.393	898	2.054	463	100	13	8
Total	630	21.928	1.098	5.774	507	114	31	45

Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

que insistir en que la información incorporada para la elaboración del gráfico se corresponde con el agregado de diecisiete años, habiéndose producido los impagos importantes sólo en los dos últimos.

Por tanto, el fenómeno de impago en productos estructurados triple A es un fenómeno reciente, y característico de esta profunda crisis financiera. No es de extrañar que les pillara fuera de juego tanto a bancos de inversión como a agencias de calificación, y sobre todo a los inversores habituales de este tipo de productos, lo cual no es óbice para que insistamos en que el mal estaba en el propio origen de la financiación estructurada, ya que se utilizó una visión estática, en lugar de tener en cuenta el riesgo inherente a conceder una hipoteca por un plazo elevado de años a una persona que difícilmente podría mantener su empleo durante tanto tiempo, y más en un entorno económico de recesión. Tanto el origen como la calificación ocurrieron en el peor momento: círculo virtuoso más relajación del control de los reguladores bancarios.

En lo que respecta al tipo de producto, en el cuadro número 3 podemos ver la estructura de los impagos producidos en el año 2009.

En el cuadro se ve claramente que han sido las denominadas «hipotecas basura» americanas (RMBS/HEL) las grandes responsables de los impagos que se han producido en las financiaciones estructuradas.

La verdad es que si vemos el gráfico histórico (gráfico 3), asusta ver lo que ha ocurrido en los años 2008 y

2009 en relación con el impago de productos estructurados en función de las distintas calificaciones otorgadas por Moody's.

Las financiaciones estructuradas con calificación inferior al denominado *investment grade* (aquellas que pueden ser adquiridas por instituciones de inversión colectiva americanas: Baa o superior) llegaron a sufrir impagos superiores al 70 por 100 en el primer semestre de 2009. Realmente, es como si se hubiera diseñado un producto hipotecario para que, en el caso de una situación económica precaria, no fuera pagado por casi nadie. Teniendo en cuenta la gran diversificación de la estructura económica estadounidense, resulta sorprendente que haya afectado de manera generalizada a tantas y tantas entidades.

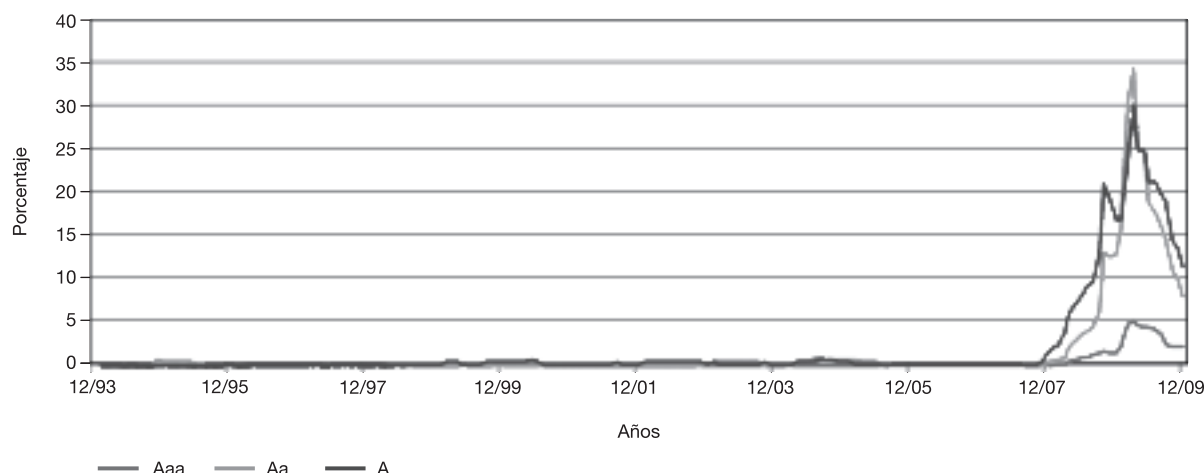
IV. LA ORIGINACIÓN DE LAS FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS Y LA INFLUENCIA DEL RATING

Podemos afirmar, sin temor a equivocarnos, que una de las razones que han llevado a la profusión de este tipo de estructuras ha sido la garantía aportada por el *rating* de las agencias de calificación. En el gráfico 4 podemos ver que en el momento en el que se atisbó la crisis, y las agencias retiraron sus buenas calificaciones a estos productos, automáticamente desapareció la creación de éstos.

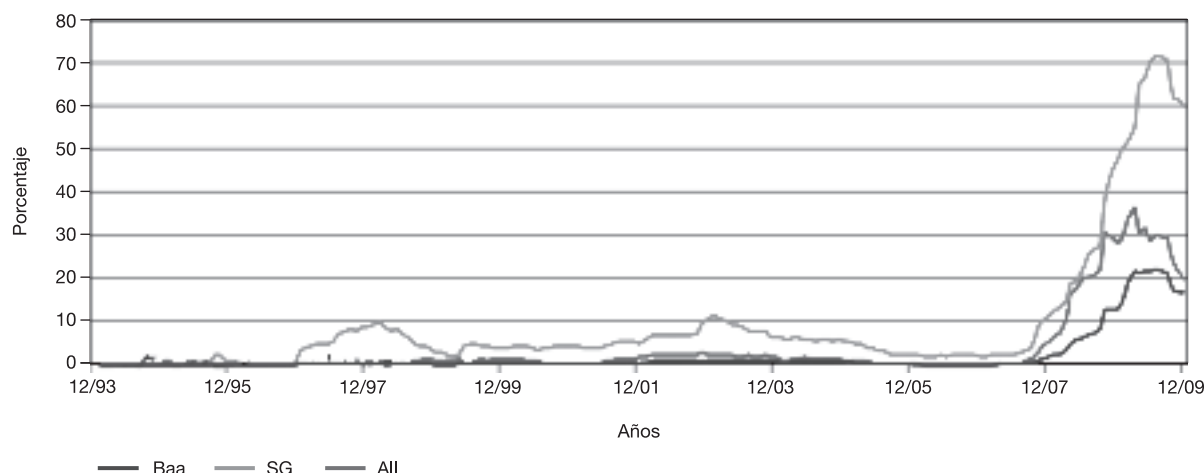
También resulta interesante que fueran las hipotecas (RMBS/HEL) las que en los años 1993 y 1994 comen-

GRÁFICO 3

A) Tendencia de los porcentajes de impago en periodos de 12 meses, en función del *rating* asignado en origen (Aaa, Aa, A)



B) Tendencia de los porcentajes de impago en periodos de 12 meses, en función del *rating* asignado en origen (Baa, Speculative-Grade, All)



Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

zaron a plantearse como la base de las financiaciones estructuradas, mientras que entre los años 1995 y 2000 se fueron diversificando con otros tipos de activos, pero sin llegar a superar en toda esa década las 5.000 financiaciones estructuradas calificadas por Moody's en cada año. Fue en el año 2001 cuando se dio el pistoletazo de salida al desarrollo de esta «industria» por parte de los bancos de inversión, y fueron las «hipotecas basura» las que llevaron la voz cantante en este desarrollo, como se puede ver en lo acontecido en el período 2001-2007. En los años 2008 y 2009, las hipotecas desaparecieron de la estructuración, y se hicieron muy pocas operaciones con otro tipo de activos.

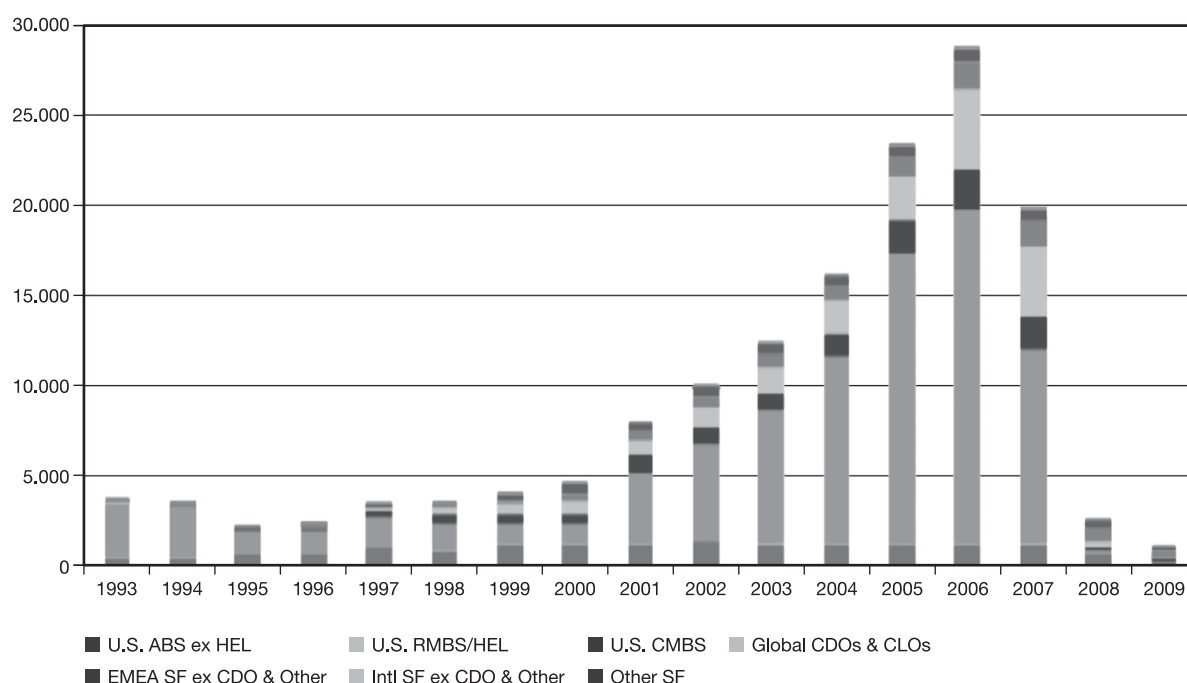
A efectos acumulados, el número de operaciones vivas calificadas por Moody's al finalizar el año 2009

superaban las 100.000, y de nuevo, tal como puede verse en el gráfico 5, las hipotecas continuaban suponiendo la «parte del león».

Lo anterior también se puede corroborar en la distribución por productos del número de calificaciones realizadas en el año 2009, en el que el 60 por 100 de los «ratings» de operaciones vivas otorgados por Moody's eran para hipotecas RMBS/HEL (gráfico 6).

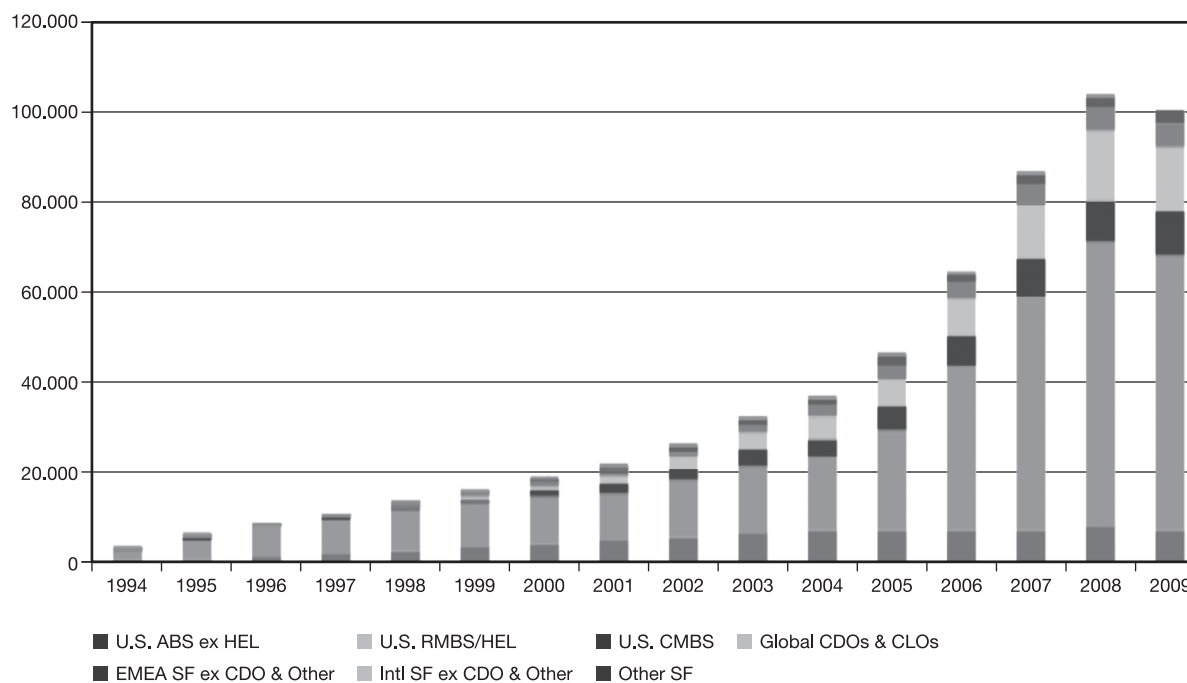
Asimismo, es interesante la estructura de dichos *ratings* de operaciones vivas, en la cual ya sólo el 36,9 por 100 de los tramos de financiaciones estructuradas pueden ser calificados como triple A, y el 16,4 por 100 tienen la calificación Caa-C, lo cual es sinónimo de un posible futuro *default* (impago de deuda).

GRÁFICO 4
NÚMERO DE NUEVOS *RATINGS* ASIGNADOS A FIN DE CADA AÑO



Nota: Data includes Moody's-rated transactions only.
Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

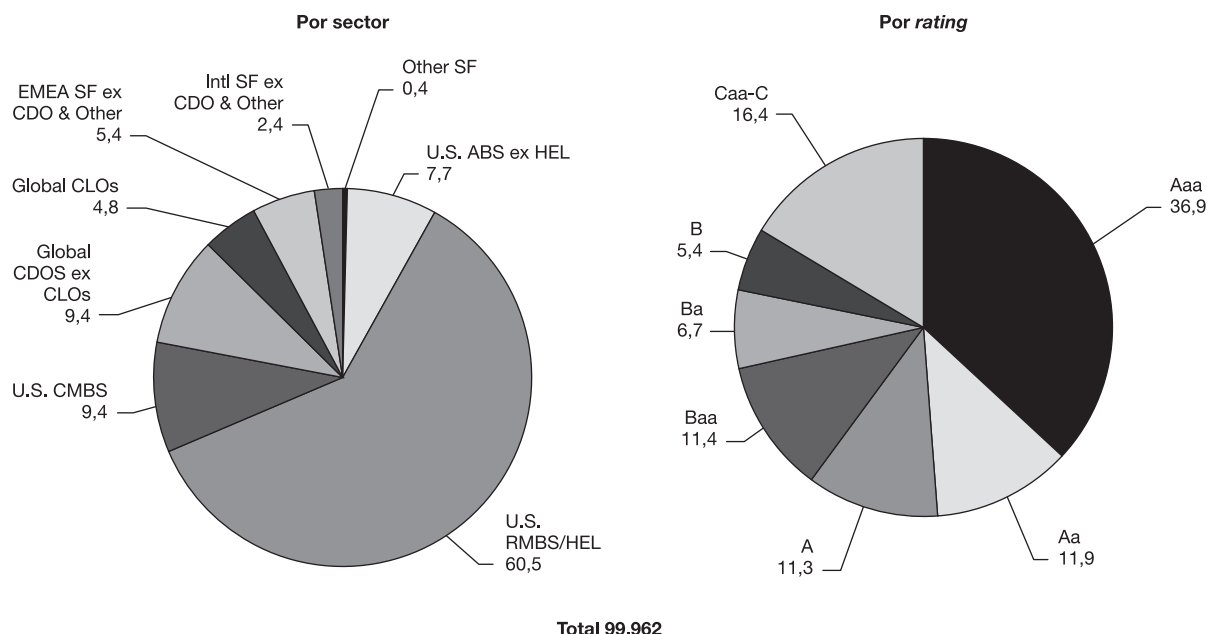
GRÁFICO 5
NÚMERO DE *RATINGS* ASIGNADOS A PRODUCTOS VIGENTES AL PRINCIPIO DE CADA AÑO



Nota: Data includes Moody's-rated transactions only.
Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

GRÁFICO 6

DISTRIBUCIÓN DE LOS RATINGS VIGENTES AL 1/1/2009 (en porcentajes)



Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

Si nos centramos ahora en las operaciones calificadas en origen y de las que realmente se ha producido impago de principal, podemos ver qué los productos que originaron el problema fueron básicamente las hipo-

otecas alternativas y las hipotecas *subprime*, de acuerdo con el desglose de las operaciones calificadas en origen y que han sufrido impago de principal que se presenta en el cuadro núm. 4.

CUADRO NÚM. 4

DISTRIBUCIÓN DE IMPAGOS DE PRINCIPAL 1993-2009

PRODUCTO	INVESTMENT GRADE		SPECULATIVE GRADE		TOTAL	
	Número	Estructura (en porcentaje)	Número	Estructura (en porcentaje)	Número	Estructura (en porcentaje)
ABS (USA)	164	100,00	67	100,00	231	100,00
Casas prefabricadas	99	60,37	35	52,24	134	58,01
Préstamos a franquicias	20	12,20	15	22,39	35	15,15
Facturas sanitarias	24	14,63	0	0,00	24	10,39
Otros ABS	21	12,80	17	25,37	38	16,45
RMBS/HEL (USA)	8.160	78,51	1.542	7,03	9.702	100,00
Hipotecas alternativas (Alt-A)	3.708	35,68	377	1,72	4.085	42,10
Hipotecas <i>Jumbo</i>	29	0,28	17	0,08	46	0,47
Primeras hipotecas <i>subprime</i>	3.317	31,92	861	3,93	4.178	43,06
Segundas hipotecas <i>subprime</i>	915	8,80	187	0,85	1.102	11,36
Hipotecas <i>scratch and dent</i>	105	1,01	34	0,16	139	1,43
Otras hipotecas	86	0,83	66	0,30	152	1,57
CMBS (USA)	18	100,00	75	100,00	93	100,00
CDOS (USA)	194	100,00	27	100,00	221	100,00
Garantía productos estructurados ..	160	82,47	11	40,74	171	77,38
Garantía de bonos (CBO)	22	11,34	5	18,52	27	12,22
Otros CDO	12	6,19	11	40,74	23	10,41
Total	8.536		1.711		10.247	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por Moody's Investor Service.

CUADRO NÚM. 5

RATING DE FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS IMPAGADAS EN CAPITAL ASIGNADO EN ORIGEN Y EN 2009

	Aaa	Aa	A	Baa	SUBTOTAL INVESTMENT GRADE	Ba	B	Caa	SUBTOTAL SPECULATIVE GRADE	TOTAL
Número de operaciones en origen	176	1.460	2.669	4.231	8.536	1.490	212	9	1.711	10.247
Número de operaciones en impago	15	62	152	997	1.226	1.749	3.800	3.472	9.021	10.247
Ratio acierto (porcentaje/n.º)	8,52	4,25	5,70	23,56	14,36					

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por Moody's Investor Service.

La inmensa mayoría fueron originadas con *investment grade*, lo cual obviamente daba confianza a los inversores. Sin embargo, la evolución no pudo ser más negativa, tal y como podemos observar en el cuadro núm. 5, en el que se ve cómo ha evolucionado el *rating* asignado por Moody's a las diferentes operaciones que han sufrido impago de principal en el período 1993-2009.

Evidentemente, las ratios de acierto tienen una bondad relativa, ya que no es lo mismo el paso de una operación AAA a ser una operación Aa, que el paso de la misma a ser una operación Caa, pero no disponemos del detalle de esos flujos. Aun así, podemos ver que sólo un 8,5 por 100 de las operaciones calificadas en origen como AAA, han permanecido con dicha calificación después del *tsunami*.

En general, sólo el 14,36 por 100 de las operaciones ha mantenido el *investment grade*, y casi todas las operaciones están actualmente calificadas como B o Caa (concretamente, 7.272 de 10.247). El hecho de que la mayoría de estas operaciones hayan sufrido un severo deterioro es lo que ha llevado a las profundas pérdidas que han sufrido los inversores en este tipo de productos.

V. LAS DIFERENTES FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS Y SU EFECTO EN LA CRISIS

Ya hemos dicho que han sido las denominadas «hipotecas basura» las principales causantes del inicio de la actual crisis que padecemos. Sin embargo, no estará de más que hagamos un análisis individualizado del impago de los diferentes productos y de los subyacentes que más han afectado a la situación actual.

Para las personas que no estén versadas en el complejo mundo hipotecario estadounidense, hemos de aclarar que las «hipotecas alternativas» o «de alta rentabilidad» suponen un riesgo bastante superior al de las hipotecas de primer nivel; se les exige menos documentación para la concesión y los prestatarios suelen tener un historial negativo de impago. Por su parte las hipotecas *subprime* son aquellas a las que se les ha

asignado directamente un *rating* Ba, B o Caa. Asimismo, las hipotecas *jumbo* son hipotecas de elevado volumen, que exceden los límites habituales de préstamo de las agencias norteamericanas. Por su parte, las hipotecas *scratch and dent* son hipotecas otorgadas a personas con muy mal historial de pagos o con garantías mínimas. Las hipotecas «FHA» son aquellas que están aseguradas por la *Federal Housing Administration*, debido a que, en otro caso, el prestatario no conseguiría financiación para adquirir su vivienda habitual. Las hipotecas VA tienen el mismo esquema y están aseguradas por la *Veterans Administration*, entidad que ayuda a los veteranos de guerra para que puedan adquirir su propia vivienda. En la misma línea, los préstamos *conduits/fusions* son préstamos que se han generado únicamente para ser titulizados en paquetes que luego serán vendidos a inversores. Son la parte más importante de los CMBS (en torno al 75 por 100 del total).

En la información que estudiaremos a continuación, es importante indicar también que se consideran como impagos tanto las operaciones en las que se ha producido realmente un impago como aquellas que ya han sido calificadas como Ca/C por Moody's, lo cual hace prever el próximo futuro impago.

En el cuadro núm. 6 podemos ver la estructura de los productos citados. En el caso de los ABS, destacan los préstamos para casas prefabricadas, que obviamente serían las más demandadas por personas de clase media-baja.

En el caso de los RMBS/HEL, se ve que tanto las hipotecas *subprime* como las hipotecas alternativas han copado este segmento, que, como ya hemos repetido, es el responsable máximo de la crisis. Los CDO con garantía de productos estructurados también han contribuido en gran manera al desplome generalizado de los balances bancarios. En cuanto al resto, vemos que tienen una influencia marginal en la situación global internacional; básicamente, son ABS y RMBS japoneses, y algunos mexicanos y australianos, pero donde realmente se produjo el desarrollo de esta «industria», y donde se generó el *tsunami*, fue en los despachos de los ejecutivos de Wall Street.

CUADRO NÚM. 6
DISTRIBUCIÓN DE IMPAGOS

PRODUCTO	AÑO 2009		PERÍODO 1993-2009	
	Número	Estructura (en porcentaje)	Número	Estructura (en porcentaje)
ABS (USA)	120	100,00	630	100,00
Casas prefabricadas	43	35,83	319	50,63
Préstamos a pequeños negocios	21	17,50	38	6,03
Préstamos a estudiantes	14	11,67	15	2,38
Préstamos a franquicias	16	13,33	79	12,54
Leasing de equipamiento	6	5,00	53	8,41
Tarjetas de crédito	11	9,17	22	3,49
Préstamos para automóviles	2	1,67	11	1,75
Leasing de aviones	5	4,17	39	6,19
Facturas sanitarias	0	0,00	24	3,81
Comisiones fondos inversión	0	0,00	17	2,70
Otros	2	1,67	13	2,06
RMBS/HEL (USA)	10.393	100,00	21.928	100,00
Hipotecas alternativas (Alt-A)	6.059	58,30	0.245	42,16
Hipotecas <i>Jumbo</i>	553	5,32	600	2,74
Primeras hipotecas <i>subprime</i>	2.825	27,18	9.375	42,75
Segundas hipotecas <i>subprime</i>	77	0,74	1.384	6,31
Hipotecas <i>scratch and dent</i>	399	3,84	573	2,61
Hipotecas FHA-VA	138	1,33	170	0,78
Otras hipotecas	342	3,29	581	2,65
CMBS (USA)	898	100,00	1.098	100,00
Préstamos <i>conduits/fusions</i>	602	67,04		
Obligaciones colateralizadas (CRE CDO)	224	24,94		
Pequeñas empresas (<i>small balance</i>)	25	2,78		
Préstamos a prestatario único	14	1,56		
Grandes préstamos	32	3,56		
Otros	1	0,11		
CDOS (USA)	2.517	100,00	6.281	100,00
Garantía productos estructurados	1.221	48,51	4.460	71,01
CDO sintéticos para arbitraje	438	17,40	565	9,00
Garantía préstamos apalancados (CLO)	463	18,39	509	8,10
Garantía subordinadas y preferentes	234	9,30	276	4,39
Garantía de bonos (CBOs)	40	1,59	239	3,81
Garantía activos valor mercado (MV CDO)	35	1,39	82	1,31
Otros CDO	86	3,42	150	2,39
Otros países y otros productos	121	100,00	190	100,00
RMBS no conformados	47	38,84		
RMBS <i>prime</i>	39	32,23		
CMBS	13	10,74		
ABS préstamos consumo	6	4,96		
ABS préstamos pequeños negocios	12	9,92		
Otros ABS	4	3,31		
Total	14.049		30.127	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por Moody's Investor Service.

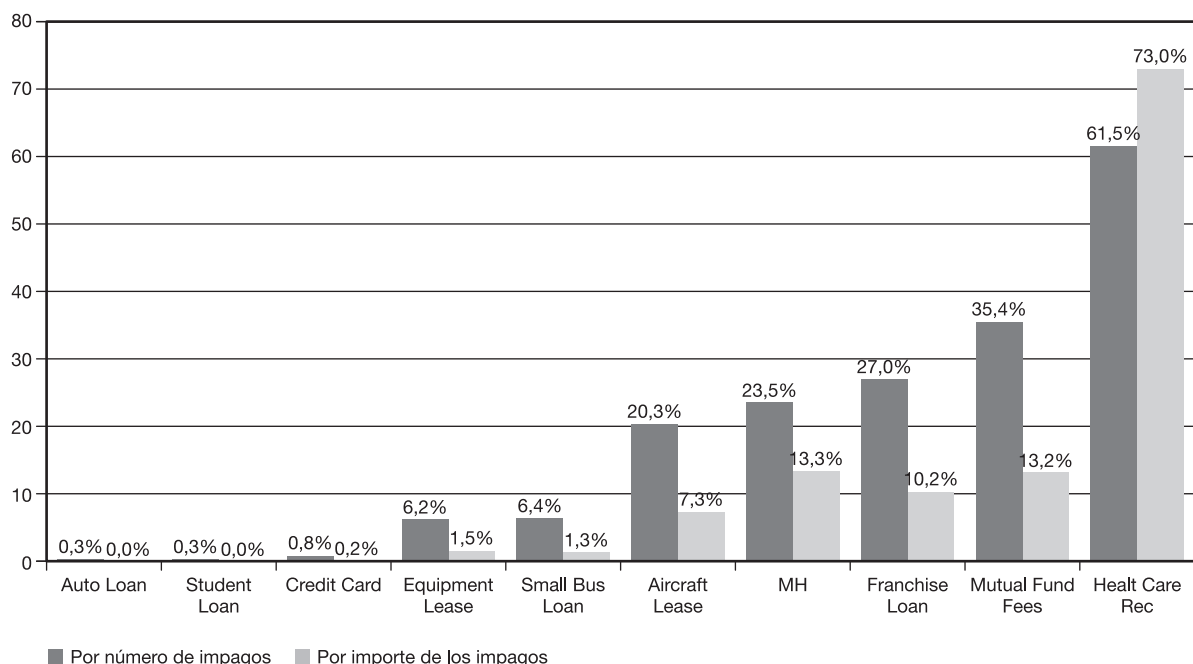
En lo que respecta a España, la verdad es que la crisis *subprime* ni siquiera llegó a afectarnos, simplemente porque los banqueros españoles no conocen estos productos, y no tienen personal cualificado que sepa estructurar derivados de crédito. Ello evidentemente ha sido una suerte para nuestro país, que ha salido indemne del desplome de los mercados de financiación estructurada. Desgraciadamente, hemos tenido nuestra propia crisis inmobiliaria, pero no ha sido debida a

estructuras y a titulizaciones, sino a la frivolidad con la que se han dado hipotecas en España durante la primera década del siglo XXI (*).

Si profundizamos en los impagos por productos, podemos ver que, en el caso de los ABS (gráfico 7), han sido las facturas sanitarias de los médicos a cargo de sus clientes (*health care receivables*), las que, una vez titulizadas, han sufrido una mayor tasa de impago (61,5

GRÁFICO 7

RATIOS DE IMPAGOS ACUMULADOS PARA ABS ESTADOUNIDENSES POR TIPO DE ACTIVOS EN EL PERIODO 1993-2009



Nota: Agricultural and industrial equipment lease ABS are included in the Equipment Lease category.

Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

por 100 de los calificados, que suponían el 73 por 100 del importe prestado a estos colectivos).

Otros impagos destacados han sido los préstamos a franquicias (27 por 100 de los calificados), casas prefabricadas (23,5 por 100) y *leasing* de aviones, probablemente de jets privados (20,3 por 100), aunque es importante destacar que los importes han sido muy inferiores, lo cual nos confirma que los impagos se han producido en las operaciones pequeñas, y no en las grandes. También es incluso sorprendente que el segundo lugar en impagos sea para los ABS con garantía de comisiones de fondos de inversión (35,4 por 100 del total). En este sentido, es preciso indicar que la industria americana de fondos de inversión no es como la española, que está completamente bancarizada y es muy poco profesional; en Estados Unidos hay muchas gestoras privadas y muchos *hedge funds* y fondos de titulización, los cuales han estado afectados profundamente por la crisis, y lógicamente se han producido muchos impagos en este sector. Obviamente, necesitaríamos un desglose más exhaustivo para analizar qué fondos han impagado, y qué fondos habían cedido sus futuras comisiones de gestión para estructurar ABS.

En lo que respecta a los RMBS, los impagos de operaciones calificadas por Moody's, se corresponden con

las hipotecas alternativas y las hipotecas subprime (gráfico 8):

Las hipotecas RMBS/HEL otorgadas en los años 2005, 2006 y 2007 han sido el principal desencadenante de la crisis *subprime*. En el cuadro núm. 7 vamos a analizar las hipotecas alternativas, las hipotecas *Jumbo* y primeras y segundas hipotecas *subprime*, en relación tanto con el número de operaciones calificadas como con el volumen otorgado, así como la «ratio de acierto» de Moody's en relación con los diferentes tramos de dichas hipotecas, y como quedaron al cierre del año 2009.

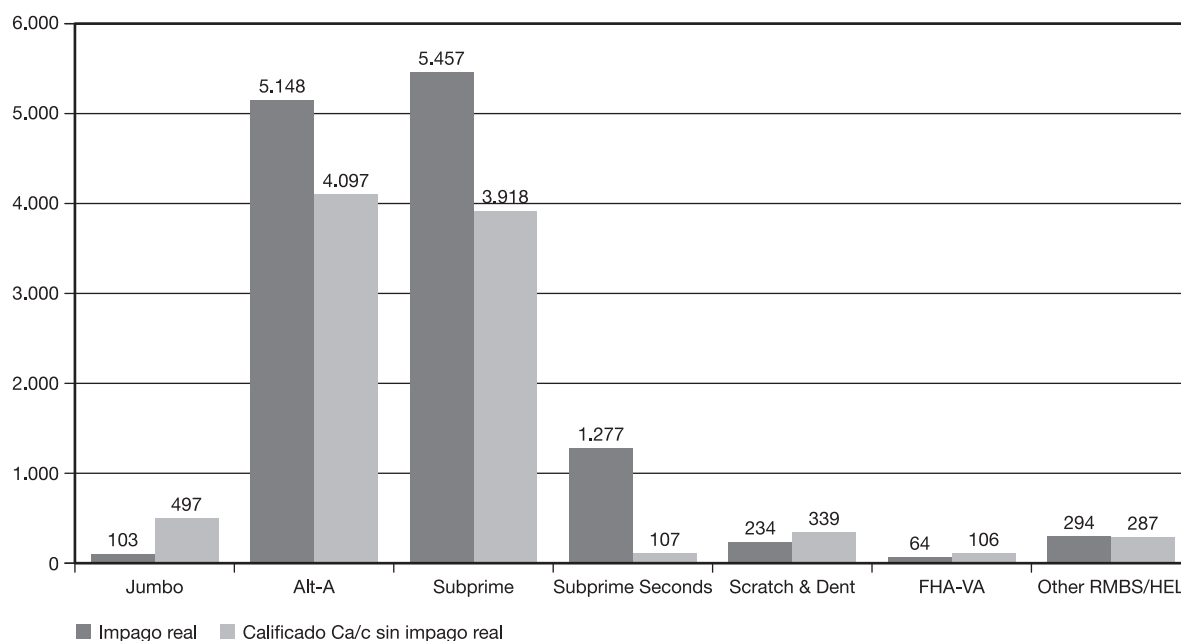
Los datos incorporados en el cuadro núm. 7 son especialmente significativos:

— En el período considerado (2005-2007), Moody's calificó un total de 42.670 operaciones de financiación estructurada por un importe de 2.356.394 millones de dólares, lo que nos da una idea del volumen que había adquirido en Estados Unidos este mercado casi desconocido en Europa, afortunadamente para nosotros.

— El importe medio de la financiación estructurada calificada ha estado entorno a los 150 millones de dólares, nivel razonable para ser comercializado entre los inversores.

GRÁFICO 8

RATIOS DE IMPAGOS ACUMULADOS PARA RMBS/HEL ESTADOUNIDENSES POR TIPO DE PRÉSTAMO EN EL PERIODO 1993-2009



Nota: Alt-A includes Option ARMS. Resecuritizations are classified as Other RMBS/HEL regardless of the underlying loan type.

Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

— La ratio de acierto en las hipotecas que en origen habían sido calificadas con un *rating* por debajo del *investment grade* (Ba y B) ha sido simplemente ridículo (1,3 por 100 y 2,5 por 100 respectivamente en número de operaciones y 0,5 por 100 y 4,8 por 100 en importe); es decir, casi todas las hipotecas calificadas con ese *rating* resultaron impagadas.

— La ratio de acierto en las hipotecas Baa no ha sido mucho mejor, ya que casi el 96 por 100 de las operaciones calificadas resultaron impagadas.

— Las hipotecas mejor calificadas (Aaa) han resistido con una ratio de acierto en torno al 90 por 100, pero las siguientes (Aa y A) han tenido porcentajes de impago respectivos en torno al 70 por 100 y al 85 por 100, lo cual es especialmente elevado.

— Las ratios de acierto de las hipotecas *subprime* han sido bastante mejores que los de las hipotecas «alternativas», lo cual llevaría a un necesario análisis posterior de los criterios de selección de clientes y otorgamiento de préstamos por parte de los bancos.

— La ratio final de acierto global ha sido del 56,13 por 100 de las operaciones, lo que ha supuesto un 84,99 por 100 del importe de éstas. Es evidente que todavía habrá

que ver qué ha ocurrido con los impagos del año 2010 y los posibles en futuros años, pero a priori, y habida cuenta de la profundidad de la crisis que padecemos, que sólo haya resultado impagado el 15 por 100 del importe calificado en el «trienio maldito» (2005-2007) no parece una mala medida de gestión para los analistas de Moody's. Eso sí, casi la mitad de las operaciones han resultado fallidas, por lo que se confirma que cuanto más pequeña es la operación más posibilidades tiene de impago.

Continuando con los demás productos, en el gráfico 9 vemos cómo han evolucionado los CMBS:

Se ve claramente que los préstamos a pequeñas empresas son los que más impagos han tenido (25,1 por 100 del total calificado), seguidos de las obligaciones colateralizadas (15,1 por 100), aunque de nuevo, y sobre todo en los préstamos a pequeñas empresas, el volumen es especialmente pequeño, lo que supone que las más afectadas por impago han sido las microempresas, mientras que las que tenían un cierto tamaño han podido resistir mejor la crisis.

En cuanto a los CDO, y como era de esperar, han sido aquellos que estaban respaldados por productos estructurados e «hipotecas basura» los que se han desplomado, con un 75,6 por 100 de las operaciones impa-

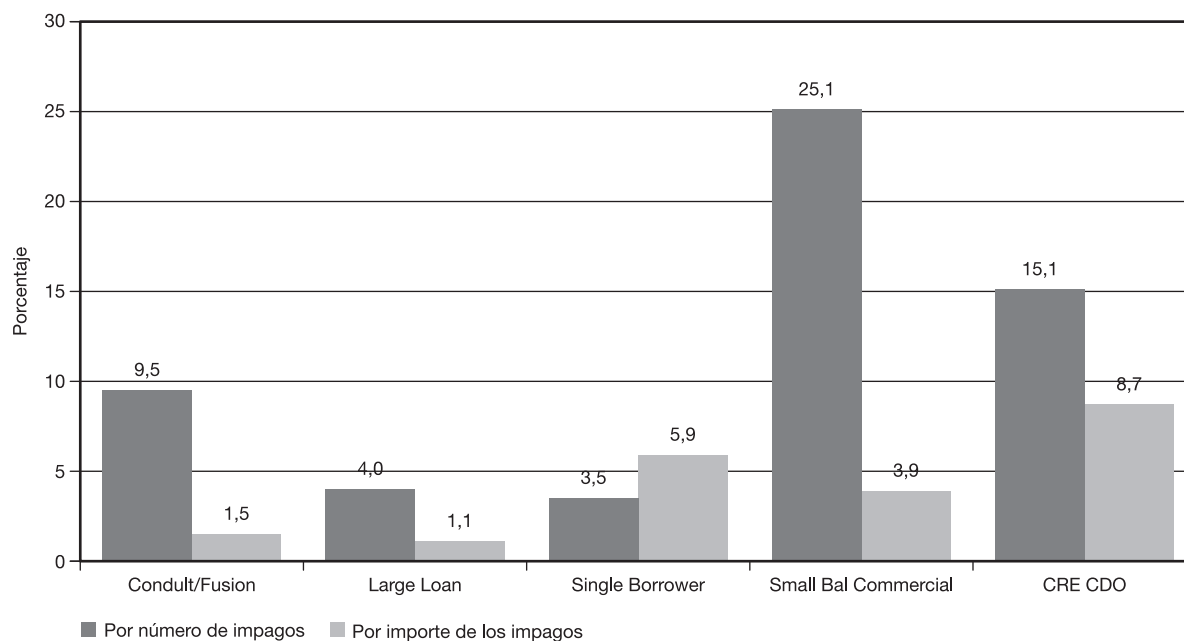
CUADRO NÚM. 7

EVALUACIÓN CALIFICACIÓN HIPOTECAS OTORGADAS EN EL PERÍODO 2005-2007

HIPOTECAS ALTERNATIVAS (ALT-A)							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	TOTAL
N.º impagos	1.818	2.753	1.928	1.902	336	53	8.790
Importe (mm \$)	95.987	32.282	12.793	9.448	1.696	184	152.390
Importe medio por operación (miles \$)	52.798	11.726	6.635	4.967	5.048	3.472	17.337
N.º calificaciones	13.156	3.246	2.038	1.952	339	55	20.786
Importe (mm \$)	965.159	38.774	13.843	9.787	1.699	196	1.029.458
Importe medio por operación (miles \$)	73.363	11.945	6.792	5.014	5.012	3.564	49.527
Ratio acierto (N.º)	86,18	15,19	5,40	2,56	0,88	3,64	57,71
Ratio acierto (Imp.)	90,05	16,74	7,59	3,46	0,18	6,12	85,20
HIPOTECAS JUMBO							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	TOTAL
N.º impagos	50	216	45	61	27	24	423
Importe (mm \$)	661	1.887	255	208	64	35	3.110
Importe medio por operación (miles \$)	13.220	8.736	5.667	3.410	2.370	1.458	7.352
N.º calificaciones	4.373	553	69	71	29	24	5.119
Importe (mm \$)	230.858	3.746	396	230	67	35	235.332
Importe medio por operación (miles \$)	52.792	6.774	5.739	3.239	2.310	1.458	45.972
Ratio acierto (N.º)	98,86	69,94	34,78	14,08	6,90	0,00	91,74
Ratio acierto (Imp.)	99,71	49,63	35,61	9,57	4,48	0,00	98,68
PRIMERAS HIPOTECAS SUBPRIME							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	TOTAL
N.º impagos	433	1.665	2.341	2.838	903	2	8.182
Importe (mm \$)	36.618	49.846	37.798	33.549	9.098	19	166.928
Importe medio por operación (miles \$)	84.568	29.938	16.146	11.821	10.075	9.500	20.402
N.º calificaciones	5.303	2.941	2.973	3.003	917	2	15.139
Importe (mm \$)	840.240	95.666	49.778	35.132	9.156	19	1.029.991
Importe medio por operación (miles \$)	158.446	32.528	16.743	11.699	9.985	9.500	68.036
Ratio acierto (N.º)	91,83	43,39	21,26	5,49	1,53	0,00	45,95
Ratio acierto (Imp.)	95,64	47,90	24,07	4,51	0,63	0,00	83,79
SEGUNDAS HIPOTECAS SUBPRIME							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	TOTAL
N.º impagos	133	265	337	409	182	0	1.326
Importe (mm \$)	18.342	5.027	3.514	3.056	1.318	0	31.257
Importe medio por operación (miles \$)	137.910	18.970	10.427	7.472	7.242	N.A.	23.572
N.º calificaciones	355	324	354	411	182	0	1.626
Importe (mm \$)	47.076	6.338	3.802	3.079	1.318	0	61.613
Importe medio por operación (miles \$)	132.608	19.562	10.740	7.491	7.242	N.A.	37.892
Ratio acierto (N.º)	62,54	18,21	4,80	0,49	0,00	N.A.	18,45
Ratio acierto (Imp.)	61,04	20,68	7,57	0,75	0,00	N.A.	49,27
TOTAL HIPOTECAS							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	TOTAL
N.º impagos	2.434	4.899	4.651	5.210	1.448	79	18.721
Importe (mm \$)	151.608	89.042	54.360	46.261	12.176	238	353.685
Importe medio por operación (miles \$)	62.288	18.176	11.688	8.879	8.409	3.013	18.892
N.º calificaciones	23.187	7.064	5.434	5.437	1.467	81	42.670
Importe (mm \$)	2.083.333	144.524	67.819	48.228	12.240	250	2.356.394
Importe medio por operación (miles \$)	89.849	20.459	12.480	8.870	8.344	3.086	55.224
Ratio acierto (N.º)	89,50	30,65	14,41	4,18	1,30	2,47	56,13
Ratio acierto (Imp.)	92,72	38,39	19,85	4,08	0,52	4,80	84,99

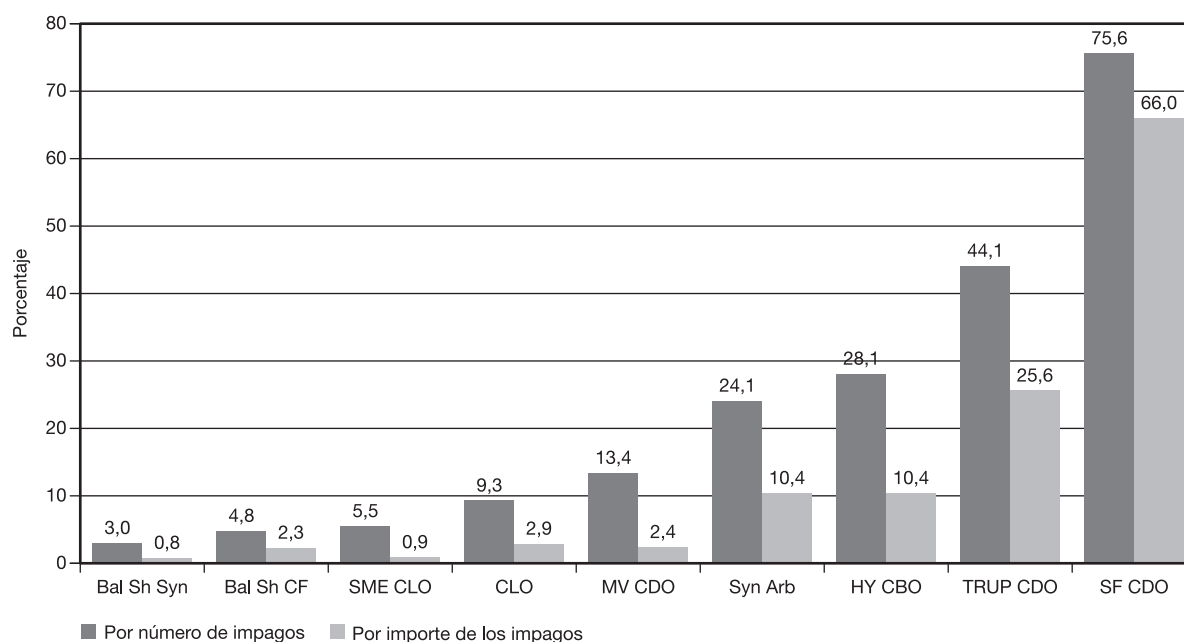
Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por Moody's Investor Service.

GRÁFICO 9

RATIOS DE IMPAGOS ACUMULADOS PARA CMBS ESTADOUNIDENSES POR TIPO DE TRANSACCIÓN EN EL PERIODO 1993-2009


Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

GRÁFICO 10

RATIOS DE IMPAGOS ACUMULADOS PARA CDO ESTADOUNIDENSES POR TIPO DE TRANSACCIÓN EN EL PERIODO 1993-2009


Fuente: Moody's Investors Service, 24-09-2010.

gadas para un importe que suponía el 66 por 100 del total (gráfico 10). No tenemos datos sobre qué parte de estas operaciones calificadas por Moody's tenían contratado un CDS de protección, que a su vez también habría resultado impagado por la contraparte.

En importancia de impago siguen los CDO garantizados por deuda subordinada y acciones preferentes (44,1 por 100 de impago) y los garantizados por bonos (28,1 por 100). Los CDO sintéticos también tienen una elevada ratio de impago (24,1 por 100).

Para analizar la bondad del *rating* asignado, la propia Moody's realizó un muestreo de operaciones de financiación estructurada calificadas previamente, independientemente de que las operaciones hubieran sufrido impago o no. El resultado fue el que se recoge en el cuadro núm. 8.

De nuevo es preciso indicar que las ratios de acierto tienen una bondad relativa, ya que no es lo mismo el paso de una operación AAA a ser una operación Aa, que el paso de la misma a ser una operación Caa, pero no disponemos del detalle de esos flujos. Aun así, podemos ver que sólo un 8 por 100 de las operaciones calificadas en origen como AAA han permanecido con dicha calificación después del maremoto financiero, y de ellas ningún ABS. En general, menos del 20 por 100 han mantenido el *investment grade*, y en el caso de las «hipotecas basura», sólo el 15 por 100.

En estos momentos, la inmensa mayoría de financiación estructurada calificadas tienen los peores *ratings* (B o Caa); concretamente, 9.538 de 14.389. Ello nos da idea de lo que realmente ha ocurrido con este mercado en Estados Unidos (aunque haya operaciones de otros países, su peso específico es puramente marginal).

CUADRO NÚM. 8
MUESTREO DE *RATING* ASIGNADO EN ORIGEN Y *RATING* ASIGNADO EN 2009

ABS										
	Aaa	Aa	A	Baa	SUBTOTAL INVESTMENT GRADE	Ba	B	Caa	SUBTOTAL SPECULATIVE GRADE	TOTAL
Número de operaciones en origen	15	49	52	141	257	66	11	0	77	334
Número de operaciones en 2009	0	7	26	65	98	87	69	80	236	334
Ratio acierto (n.º)	0,00	14,29	50,00	46,10	38,13					
RMBS/HEL										
	Aaa	Aa	A	Baa	SUBTOTAL INVESTMENT GRADE	Ba	B	Caa	SUBTOTAL SPECULATIVE GRADE	TOTAL
Número de operaciones en origen	644	2.071	3.189	4.821	10.726	1.571	173	0	1.744	12.469
Número de operaciones en 2009	48	104	251	1.251	1.654	2.100	4.719	3.996	10.815	12.469
Ratio acierto (n.º)	7,45	5,02	7,87	25,95	15,42					
CDO										
	Aaa	Aa	A	Baa	SUBTOTAL INVESTMENT GRADE	Ba	B	Caa	SUBTOTAL SPECULATIVE GRADE	TOTAL
Número de operaciones en origen	206	367	299	545	1.417	145	24	0	169	1.586
Número de operaciones en 2009	21	39	205	371	636	276	304	370	950	1.586
Ratio acierto (n.º)	10,19	10,63	68,56	68,07	44,88					
TOTAL MUESTREO DE FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS										
	Aaa	Aa	A	Baa	SUBTOTAL INVESTMENT GRADE	Ba	B	Caa	SUBTOTAL SPECULATIVE GRADE	TOTAL
Número de operaciones en origen	865	2.487	3.540	5.507	12.399	1.782	208	0	1.990	14.389
Número de operaciones en 2009	69	150	482	1.687	2.388	2.463	5.092	4.446	12.001	14.389
Ratio acierto (n.º)	7,98	6,03	13,62	30,63	19,26					

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por Moody's Investor Service.

VI. CONCLUSIONES

Es difícil evaluar con objetividad la actuación de las agencias de calificación en relación con los *ratings* que asignaron a las financiaciones estructuradas en la primera década del presente siglo. Las series históricas de rentabilidad y de impago durante bastantes años permitían considerar que los productos estructurados tenían una adecuada relación rentabilidad-riesgo, y que la prelación en el pago de las deudas hacía que los tramos AAA estuvieran a salvo de los potenciales impagos de las «hipotecas basura». En paralelo, muchos bancos de inversión habían adquirido CDS con los que asegurar al menos los tramos AAA, y las entidades emisoras de estos derivados de crédito eran casi todas de primer nivel, y por supuesto estaban calificadas también como AAA. Para los que conozcan la historia financiera estadounidense de los últimos cincuenta años, hablar de Fannie Mae, Freddie Mac o AIG era como nombrar el oro; era impensable que estas grandes entidades financieras pudieran siquiera por asomo tener dificultades financieras. Por tanto, podemos decir que es comprensible pensar que los analistas financieros de las agencias de calificación, basándose en la información histórica, estuvieran hasta acertados en sus calificaciones.

No obstante, con ello no pretendemos quitar responsabilidad a las agencias de calificación. El problema estaba en el origen, y no supieron detectarlo. La ampliación del *gap* entre precio de la vivienda y renta disponible había aumentado notablemente en aquellos años, y las ratios de empleo eran claramente superiores a las habituales, debido al comportamiento anormalmente expansivo de la economía. Las ratios de crecimiento del crédito y del endeudamiento de las familias crecían asimismo de forma no habitual. Todos estos indicadores deberían haber servido para que se hubiera reflexionado en las agencias de calificación sobre la valoración del riesgo que tenían las estructuras que se estaban generando en los bancos de inversión, cuyo subyacente era cada vez menos seguro.

Es difícil detectar los cambios de ciclo, máxime cuando se produce una especie de consenso generalizado entre los analistas y los banqueros, y cuando las auditorías realizadas a las entidades financieras reflejan sólo las virtudes del sistema. Sin embargo, los datos macroeconómicos estaban ahí, y si en algo debe consistir el valor añadido de una agencia de calificación es precisamente en ese análisis global del riesgo, especialmente el sistémico. Desgraciadamente, no se hizo, y la crisis explotó sin ningún aviso, llevándose por delante a multitud de entidades y el ahorro de muchos inversores.

Cuando los grandes bancos de inversión comenzaron a caer como moscas, publicando pérdidas escandalosas, los banqueros, e incluso los reguladores, pusieron el punto de mira en las calificaciones dadas por las

tres principales agencias: Standard & Poor's, Moody's y Fitch. Las agencias respondieron que su *rating* era una medida estática que se hacía mediante un análisis realizado en un momento determinado, y que no podía considerarse como una garantía permanente de una financiación estructurada, ya que los cambios en el entorno podían alterar significativamente los factores de riesgo de la emisión, lo cual a su vez suponía la necesidad de asignar un nuevo *rating* que, automáticamente, invalidaba el dado anteriormente. Asimismo, indicaron que sus informes constituían una «opinión», es decir, no se trataba de un compromiso de ningún tipo, y por tanto, podría llegar a ser errónea, lo cual obviamente redundaba en el prestigio de la entidad calificadora.

El problema que genera esa respuesta es doble, ya que, por un lado, los mercados exigen el *rating* para adquirir un producto, y por otro, esos mismos mercados sólo se fían del *rating* de una de las tres principales agencias de calificación americanas, lo cual, de por sí, constituye un oligopolio. Si el producto que dan es una opinión no vinculante, y además suele haber una muy clara correlación en las calificaciones de las tres agencias, nos encontramos ante un problema sistémico importante.

Nadie duda que las agencias de calificación deban ser independientes, pero el modelo actual que hace que se califique una financiación estructurada en origen para que pueda ser vendida a los inversores, y que después no tiene por qué ser calificada de nuevo, salvo que se solicite por parte del emisor, no es un modelo correcto, ya que los inversores se encuentran absolutamente indefensos, igual que ocurre con todas esas emisiones que se cotizan en la Bolsa de Luxemburgo para que puedan ser adquiridas por las instituciones de inversión colectiva, y luego no cotizan ni un solo día durante la vida de la emisión. El modelo es lo que falla, y si falla es porque los reguladores no actúan adecuadamente.

Además, las agencias de calificación son entidades privadas que cobran sus servicios a los emisores, por lo que o se encarga un paquete de valoraciones a lo largo de la vida de cada financiación estructurada (con un importante incremento de coste que al final acabaría pagando el inversor de una forma u otra), o se regula por ley que el *rating* sea una calificación dinámica y no estática, lo cual también podría generar problemas, aparte del coste, ya que la volatilidad de un producto estructurado es, en general, muy superior a la de una emisión de bonos, y el mero anuncio de que se rebaja el *rating* de una estructura afectaría inmediatamente a otras muchas estructuras similares, lo que probablemente generaría una alarma social en el mundo financiero.

Como es bien sabido, las financiaciones estructuradas no tienen un mercado líquido, y si se produce la rebaja de *rating* se generaría un deseo generalizado de

venta que amplificaría la caída de la cotización del producto, llegándose a situaciones límite. Si además, esa rebaja llevara el *rating* por debajo del *investment grade*, los fondos de inversión y de pensiones, aunque no quisieran, tendrían que vender por obligación legal, con lo que el efecto final en el mercado sería el de pánico y colapso financiero, a pesar de que no se hubiera producido realmente ningún tipo de impago.

No, no es un problema de fácil solución. Resulta sencillo echarle la culpa a las agencias de calificación de lo sucedido en esta crisis, pero ello no deja de ser la típica búsqueda de una cabeza de turco a la que acusar. Lo cierto es que los indicadores macroeconómicos estaban allí, y los órganos reguladores no actuaron como era su deber. Cuando se produce una expansión de tipo geométrico de la financiación estructurada, un aumento inusual de las hipotecas y de los precios de la vivienda, una emisión hipergeométrica de los CDS por parte de las grandes aseguradoras, el regulador tiene que detectarlo y actuar para enfriar esta situación. Pero Alan

Greenspan no lo hizo. Todo subía en Estados Unidos, no se podía cortar el «círculo virtuoso» que había llevado la Bolsa a máximos históricos, el desempleo a mínimos, y la confianza de los consumidores a máximos.

¿Qué político frenaría su «éxito»? De ahí que tengamos que insistir una vez más en el tópico de que, si hay algo importante en un modelo económico, es la independencia real de los reguladores. Si los políticos pueden nombrar a los reguladores, y por tanto éstos les deben el puesto, difícilmente actuarán con independencia en el ejercicio de su función. Es mucho más fácil echarle la culpa al *rating* aportado por las agencias de calificación.

NOTA

(*) El lector interesado en conocer la opinión del autor sobre la crisis inmobiliaria española, puede consultar el artículo «El Problema de la Vivienda» en http://www.funciva.org/uploads/ficheros_documentos/1280308044_el_problema_de_la_vivienda.pdf.



EL MODUS OPERANDI DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Ratings de crédito

Alex Griffiths

I. INTRODUCCIÓN

Un *rating* de crédito, o calificación crediticia, es una opinión sobre la capacidad relativa de una entidad para cumplir sus compromisos financieros. Desde principios del siglo xx, los inversores vienen utilizándolos como indicador de la probabilidad de recuperar su dinero de acuerdo con las condiciones en que lo invirtieron. Las tres principales agencias internacionales de *rating* de crédito son: Standard & Poor's, Moody's Investor Services y Fitch Ratings. La ya familiar escala de *rating* AAA-D fue introducida por Fitch en 1924 para atender a la creciente demanda de análisis independiente de valores financieros.

Los *ratings* de crédito los otorgan fundamentalmente compañías independientes, que asignan sus calificaciones a toda clase de activos de crédito a escala internacional. Los emisores suelen optar por acudir a una u otra agencia en función del grado de aceptación que sus *ratings* suscitan entre los inversores/prestamistas de los mercados en los que desean captar financiación ajena, y de la calidad del servicio que esperan recibir de ella.

Los *ratings* están, por lo general, libremente disponibles en las páginas web de las agencias o a través de proveedores de datos independientes, como Bloomberg o Reuters. Las metodologías de *rating* también son libremente accesibles desde las páginas web de las agencias.

Fitch Ratings mantiene en la actualidad cobertura global sobre más de 6.000 entidades financieras, 2.000 emisores corporativos, 100 soberanos, 500 transacciones de financiación de proyectos y financiación de infraestructuras, y 200 gobiernos locales y regionales, y efectúa seguimiento sobre más de 9.000 operaciones de financiación estructurada.

II. ¿QUÉ ES UN RATING DE CRÉDITO?

Un *rating* de crédito de Fitch Ratings es una opinión sobre la capacidad relativa de una entidad para cumplir

sus compromisos financieros, tales como el pago de intereses, la devolución del principal o el cumplimiento de obligaciones con contrapartes. Los inversores se sirven de los *ratings* de crédito para estimar la probabilidad de recuperar su dinero de acuerdo con las condiciones en que lo invirtieron. Los *ratings* de crédito de la agencia cubren todo el espectro de emisores —desde corporativos a soberanos (incluidos organismos supranacionales y niveles inferiores de gobierno), pasando por financieros, bancos, compañías aseguradoras, agencias municipales y otras entidades de finanzas públicas—, junto con los valores y otras obligaciones emitidos por ellos, así como valores de financiación estructurada respaldados por cuentas a cobrar u otros activos financieros.

A lo largo del tiempo, se han acuñado los términos «grado de inversión» y «grado especulativo» como nomenclaturas útiles para describir los segmentos comprendidos entre AAA y BBB en el primer caso, y entre BB y D' en el segundo. Ambas expresiones son convenciones de mercado, y no implican recomendación o aval alguno sobre un valor a los efectos de invertir en él. Los *ratings* que están dentro del «grado de inversión» indican un riesgo de crédito entre relativamente bajo y moderado, mientras que los que están dentro del «grado especulativo» suelen denotar bien un mayor riesgo de crédito o bien que el impago ya se ha producido.

Los *ratings* de crédito expresan el riesgo a través de la ordenación de los valores en un *ranking* relativo; es decir, son medidas ordinales de riesgo de crédito, pero no hacen predicciones específicas de una frecuencia de impago o pérdida.

Los *ratings* de crédito de Fitch Ratings no abordan directamente ningún riesgo, salvo el de crédito. En concreto, no consideran el riesgo de que un título calificado experimente una pérdida de valor debido a la variación de los tipos de interés, la liquidez u otros factores que tengan que ver con el mercado. Sin embargo, en lo

que respecta a la obligación de pago de una deuda calificada, el riesgo de mercado puede ser tenido en cuenta en la medida en que influya en la capacidad de un emisor para hacer frente a un compromiso. En cambio, los *ratings* no reflejan el riesgo de mercado en la medida en que influya en una condicionalidad de la obligación de pago de un compromiso (por ejemplo, en el caso de bonos ligados a un índice).

Al comienzo del proceso de *rating*, cada entidad o transacción calificada es asignada a un analista primario, el cual está apoyado por un analista secundario. En el caso de *ratings* corporativos y de finanzas públicas, el analista primario es responsable de dirigir el análisis y de formular una recomendación de *rating*, y suele ser también responsable del seguimiento continuo de éste durante toda su vigencia. Aunque el analista primario de transacciones de financiación estructurada es, asimismo, responsable de dirigir el análisis y de formular las recomendaciones de *rating* iniciales para la transacción, la responsabilidad del seguimiento continuo de la transacción suele transferirse a un analista de seguimiento. Ahora bien, en algunos grupos, las actividades cotidianas de seguimiento pueden seguir corriendo a cargo del analista primario.

Los *ratings* se asignan y son revisados mediante un procedimiento de comités.

III. SEGUIMIENTO DE LOS RATINGS

Los *ratings* de Fitch son objeto de seguimiento permanente, salvo que, por su naturaleza, se refieran a un momento concreto del tiempo. Un analista de cualquier departamento iniciará una revisión del *rating* en el momento en que tenga conocimiento de alguna información de índole empresarial, financiera, operativa o de otro tipo que, en su opinión, podría desencadenar razonablemente una acción de *rating*, atendiendo a los criterios y metodologías pertinentes.

La función de seguimiento de Fitch incorpora el uso de indicadores de mercado tales como información sobre el precio de los bonos y los *swaps* de riesgo de crédito (CDS); indicadores «no tradicionales», como puntuaciones de gobierno corporativo, y un amplio abanico de análisis de flujos de caja, riesgo sistémico y riesgo operativo.

IV. INPUT PROCEDENTE DE LAS ENTIDADES CALIFICADAS

El análisis y las decisiones de *rating* de Fitch se basan en información recibida de fuentes conocidas por la agencia y consideradas por Fitch relevantes para el análisis y la decisión de *rating*. Esto incluye información pública disponible sobre el emisor —como estadísticas

financieras y operativas de la compañía—, documentación presentada ante instancias regulatorias e informes de ámbito sectorial y económico. Además, el proceso de *rating* podrá incorporar información y perspectivas recogidas por los analistas en el transcurso de su interacción con otras entidades dentro de su sector de especialización. La información aportada a un grupo de análisis podrá compartirse internamente con otro grupo, en caso de considerarse pertinente.

El proceso de *rating* también podrá incorporar información facilitada directamente por el emisor calificado, por el coordinador de la emisión, por el patrocinador de ésta o por algún otro tercero.

1. Ratings de corporate finance

Ratings de empresas no financieras

a) Inputs cualitativos

El análisis de las empresas está fuertemente influido por los *inputs* cualitativos. La evaluación del sector de actividad en el que opera una entidad y de los que son factores específicos de sus operaciones permite evaluar de forma cabal el riesgo de negocio. Esta evaluación del riesgo de negocio se utiliza tanto para calibrar las métricas financieras adecuadas para un *rating* concreto como para determinar techos aproximados de *rating*; así, aquellas empresas con un riesgo de negocio anormalmente elevado no recibirán el máximo nivel de *rating* por parte de Fitch, aun cuando presenten perfiles financieros muy sólidos.

Al llevar a cabo este análisis cualitativo, Fitch considera especialmente los siguientes aspectos:

— *Perfil del sector*. Incluye elementos como fase en la que se encuentra la industria (descendente o expansiva), vinculación al ciclo, existencia o no de barreras de entrada y tendencias sociales, demográficas y regulatorias en los mercados clave. También se tiene en cuenta el entorno jurídico y político, y el *rating* soberano del país en el que opera la empresa.

— *Perfil de la empresa*. Incluye posición en mercados clave, grado de liderazgo del producto, capacidad de fijación de precios, diversificación en productos, ventas y clientes, y posición comparativa en costes.

— *Estrategia directiva y gobierno corporativo*. Incluye estrategia operativa, tolerancia al riesgo y políticas financieras. El equipo analítico considera el perfil y las intenciones del equipo de la dirección como factor a considerar. El gobierno corporativo es un aspecto: si es bueno o adecuado, tiene escasa incidencia en el *rating*, pero si es débil puede tener un impacto negativo en éste.

— *La propiedad, el apoyo y factores grupales.* Incluye la solidez relativa de la matriz/filiales (incluidas matrices participadas por el Estado) y la solidez de los vínculos entre las entidades.

b) *Inputs* cuantitativos

Una vez determinado el perfil de riesgo, éste se utiliza para calibrar el perfil financiero adecuado a cada nivel de *rating*. En la práctica, esto puede realizarse mediante el análisis de comparables —esto es, comparando las métricas financieras y *ratings* de empresas que poseen un perfil de riesgo similar— o utilizando una orientación más detallada relacionada con sectores específicos.

Para ayudar al mercado a comprender este proceso, Fitch ha publicado *Factores de crédito por sectores* (*Sector Credit Factors*), informes en los que se exponen, para cada uno de los grandes sectores corporativos, los elementos clave del riesgo de negocio, así como las métricas financieras relevantes a lo largo del ciclo, asociadas normalmente con cada categoría de *rating*.

Al analizar empresas, la agencia valora ante todo la capacidad para generar tesorería con la que atender el servicio de la deuda, en detrimento de un enfoque que atienda exclusivamente a ratios basadas en el balance.

Fitch opta por recurrir a métricas de *cashflow* en lugar de basadas en el beneficio como medidas clave del rendimiento, si bien, en determinadas circunstancias, sigue considerando entre ellas el EBITDA. Esto se debe a que, pese a basarse en el beneficio, la simplicidad de su cálculo, y el hecho de que excluya lo que normalmente son los dos elementos clave del beneficio operativo sin impacto en caja —esto es, la amortización y la depreciación—, hacen que siga teniendo su utilidad. Sin embargo, se prefieren las medidas de *cashflow*, que son las que realmente forman parte del análisis. Fitch utiliza tres medidas clave:

— *Fondos procedentes de las operaciones* (FFO), que básicamente es igual al *cashflow* operativo menos los intereses netos y los impuestos pagados, pero antes de variación del capital circulante.

— *Cashflow procedente de las operaciones* (CFO). FFO menos variación del capital circulante.

— *Cashflow libre*. CFO menos partidas extraordinarias, gastos de capital y dividendos ordinarios.

Las métricas financieras clave tenidas en cuenta incluyen las siguientes:

— *Apalancamiento*. Cociente entre el endeudamiento, en ocasiones ajustado, y alguna magnitud de ingresos, que en el caso de Fitch suele ser fondos procedentes de operaciones.

— *Cobertura*. Ratio que pone en relación la generación de caja de una empresa con sus gastos financieros. A menudo, Fitch amplía esto último para incluir además los pagos por *leasing* y la devolución de la deuda.

— *Medidas del tipo margen de beneficio*. Miden la capacidad de una empresa para generar beneficios (o, de forma más habitual, tesorería) por comparación con los ingresos. Un elevado margen suele implicar una mayor flexibilidad operativa.

La agencia realiza varios ajustes para reflejar la naturaleza análoga a la deuda de algunos elementos que, a efectos contables, no figuran clasificados como tal. Los más comunes son:

— *Ajustes por leasing*. El *leasing* puede definirse como un medio alternativo de financiar la compra de activos fijos, y los ajustes por *leasing* se realizan para permitir una comparación válida entre empresas que poseen sus activos operativos clave en propiedad y aquellas que los tienen en régimen de *leasing*. Estos ajustes implican capitalizar los *leasings* bien recurriendo a un múltiplo —esto es, multiplicando el coste anual por *leasing* por un importe, suponiendo que un activo debe utilizarse de manera continuada para generar EBITDA, con independencia del plazo del *leasing*—, o bien descontándolos para obtener su valor actual neto.

— *Ajustes por pensiones*. Las pensiones tienen algunos componentes análogos a deuda, pero las agencias difieren sobre la manera idónea de reflejarlos. Los distintos tratamientos van desde la metodología aplicada por Fitch, que se centra más en reflejar adecuadamente en sus previsiones las salidas de caja asociadas a pensiones, hasta enfoques más orientados a tratar el déficit contable por pensiones como deuda.

— *Ajustes por títulos de deuda híbridos*. Fitch revierte los ajustes contables que clasifican los instrumentos de deuda híbridos, tales como los bonos convertibles, en parte como deuda y en parte como capital. Una vez reclasificados en su totalidad como deuda, las agencias aplican diferentes criterios a la hora de evaluar cuánto de asimilable a capital tiene el instrumento considerado, atendiendo a factores como su nivel de subordinación, el diferimiento del cupón y la conversión, y, en consecuencia, qué proporción del mismo será clasificada como capital.

2. Ratings de bancos y otras entidades financieras

El análisis de un banco u otra entidad financiera por parte de Fitch comprende factores tanto cualitativos como cuantitativos, así como externos e internos, que determinan los *ratings* de impago por parte del emisor (*Issuer Default Rating*, o IDR). Como ejemplo de factores cualitativos cabe citar la capacidad directiva, mien-

tras que entre los factores cuantitativos están la capitalización, la rentabilidad y la calidad de los activos. La ponderación relativa de cada uno de estos factores podrá variar dependiendo de las circunstancias. Los factores externos incluyen el entorno económico en el que opera el banco, el marco legislativo, regulatorio y fiscal, y la estructura del sistema financiero del país en cuestión.

Los cinco aspectos clave que Fitch considera al analizar cualquier entidad financiera son:

— *El perfil del sector y el entorno operativo*, incluidos el riesgo soberano, el tamaño y la composición de la economía en la que opera el banco, las características de los mercados relevantes, la competencia, las prácticas contables y el marco regulatorio y legal.

— *El perfil de la compañía y su gestión del riesgo*, incluidas la solidez de la implantación (*franchise*) y la capacidad directiva, el tamaño, la posición de mercado en actividades clave, la naturaleza/concentración de la clientela, el *mix* de negocio y las ventajas competitivas, la diversificación geográfica y de sectores industriales, la importancia sistémica desde una óptica nacional e internacional, y la calidad de la distribución. También se revisan los riesgos de crédito, de mercado, operativo, reputacional y legal.

— *El perfil financiero*, incluidos los beneficios, el acceso a la financiación y la liquidez, la capitalización y el apalancamiento, así como el riesgo de crédito/la calidad de los activos y el *cashflow*.

— *La estrategia directiva y el gobierno corporativo*, incluidos la estructura organizativa y la calidad/credibilidad de la estrategia de negocio, y temas de gobierno corporativo como la independencia/eficacia del consejo de administración o la supervisión de las operaciones con partes relacionadas.

— *La propiedad, el apoyo y factores grupales*. En la medida en que una entidad pueda confiar en recibir apoyo, el IDR podría beneficiarse de un impulso en el *rating*.

Fitch no utiliza una ponderación predefinida para cada una de estas categorías de análisis o para los diversos elementos que componen cada categoría, ya que la ponderación adecuada puede cambiar en función de las circunstancias. Con carácter general, cuando una categoría es significativamente más débil que otras, dicho elemento más débil tiende a recibir un mayor peso en el análisis.

Los *ratings* se basan fundamentalmente en la revisión de la información pública, a lo que se suman el juicio y las previsiones de Fitch. En muchos casos, Fitch se reúne con los directivos y recaba información que no está al alcance del público general. En ocasiones, los juicios de carácter prospectivo de Fitch relacionados

con exposiciones de riesgo o previsiones pueden dominar una conclusión de *rating*.

Una limitación para los *ratings* es el riesgo de eventos. El riesgo de eventos se define como un evento imprevisto que, hasta que no se conoce, no es incluido en los *ratings* existentes. A modo de ejemplo, cabe citar, entre otros, la decisión de los gestores de adquirir inesperadamente otra empresa, una importante recompra de acciones propias, o bien pérdidas imprevistas resultantes de errores o fallos operacionales. Algunos *ratings* podrían incorporar ya una hipótesis razonable que refleje la disposición de los gestores a realizar una adquisición, su propensión a utilizar la flexibilidad financiera existente, o bien la debilidad de la infraestructura operativa, pero la naturaleza específica del evento y sus efectos sobre la financiación, el capital y la liquidez no se conocerán hasta que el evento se anuncie o se consume, momento en el cual los *ratings* podrán confirmarse.

3. Seguros

Los principales factores que Fitch examina al analizar compañías de seguros son el perfil del sector y el entorno operativo, el perfil de la compañía y la gestión del riesgo, el perfil financiero, la estrategia directiva y el gobierno corporativo, y la propiedad, el apoyo y los factores grupales.

La agencia no utiliza una ponderación predefinida para cada una de las categorías de análisis referidas o para los diversos elementos que componen cada categoría, ya que la ponderación adecuada puede cambiar en función de las circunstancias. Con carácter general, cuando una categoría es significativamente más débil que otras, dicho elemento más débil tiende a recibir un mayor peso en el análisis.

Los principales riesgos que afrontan las aseguradoras son el riesgo de producto (compuesto por varios factores, como el riesgo de una mayor frecuencia o severidad de reclamaciones de lo anticipado), el riesgo de reservas (el riesgo de que las reservas destinadas a atender las futuras reclamaciones sean inadecuadas) y el riesgo de activos (el riesgo de que las valoraciones de los activos caigan y dejen a la aseguradora con insuficientes recursos para hacer frente a las indemnizaciones). Otros riesgos que pueden ser importantes en algunos casos son el riesgo de liquidez y el de gastos.

A diferencia de lo que ocurre con muchos *ratings* no financieros, en la industria aseguradora la solidez financiera de la compañía que ofrece la póliza está intrínsecamente ligada al valor de la póliza ofrecida. Un leve deterioro de la solidez financiera puede, en algunos casos, tener un efecto amplificado, debido a la pérdida de negocio nuevo o a la presencia de activadores explícitos o implícitos de rebajas del *rating*. En ese sentido, la severidad

de la transición de *rating* podría ser más acusada en las aseguradoras que en otras compañías no financieras.

Aunque las entidades financieras como los bancos presentan algunos rasgos comunes con las aseguradoras, como su potencial vulnerabilidad a un cambio brusco en la confianza, la volatilidad de los *ratings* de las entidades financieras se ve moderada hasta cierto punto por una expectativa de apoyo gubernamental. Dada la menor importancia sistémica de las aseguradoras, Fitch no suele dar por sentado el apoyo gubernamental. Ahora bien, en casos concretos, una expectativa de apoyo gubernamental o el apoyo continuado de las instituciones públicas podría prestar soporte a los niveles de *rating*.

Un *rating* propio del sector de seguros es el de Solidez financiera de la aseguradora (IFS) a largo plazo, que es un *rating* de emisión asignado a las obligaciones contraídas por la compañía de seguros frente a los titulares de pólizas. Este es un indicador de la capacidad de la compañía aseguradora para hacer frente a sus obligaciones de seguros, y se deriva del *Issuer Default Rating* (IDR) de la actividad de seguros. Fitch también asigna *ratings* IFS a corto plazo e IDR.

Una vez considerados los riesgos inherentes a una entidad aseguradora según los mercados en los que opera, Fitch tiene en cuenta los factores específicos de la organización objeto de calificación, y la medida en que presenta fortalezas o debilidades únicas o poco usuales. Esta evaluación, tanto del perfil de la compañía como de la gestión del riesgo, es de naturaleza principalmente cualitativa, y se basa en la información disponible.

Entre los riesgos idiosincrásicos que pueden afectar al perfil de una compañía aseguradora están: una actividad significativa en los mercados de capitales o en negocios distintos de los seguros, un rápido crecimiento, cláusulas contractuales inusuales o concentraciones de riesgo. La detección de riesgos idiosincrásicos adicionales, siempre que se consideren significativos, podría reducir el *rating*.

El perfil financiero de una compañía es el elemento más cuantitativo del análisis de *rating* de Fitch, aunque la interpretación de los resultados y su trasvase al *rating* conllevan una dosis significativa de juicio cualitativo. Fitch revisa varios ratios financieros y otras medidas cuantitativas, que suelen evaluarse poniéndolas en relación con una combinación de estándares sectoriales, *ratings* de referencia específicos, periodos de tiempo anteriores y expectativas particulares de la entidad calificada.

La estrategia del equipo directivo de una empresa puede tener un impacto significativo en la solvencia, ya que algunos son más conservadores en sus estrategias que otros. Entre las estrategias que cabría considerar como de alto

riesgo están una rápida expansión hacia nuevas áreas, especialmente cuando no se dispone de experiencia o conocimientos apropiados; una actividad agresiva de fusiones y adquisiciones, y elevadas expectativas de rentabilidad que conducen a una alta tolerancia al riesgo.

La forma e identidad de los propietarios puede afectar a la solidez financiera de una unidad de *rating* mediante su impacto en la flexibilidad financiera y la estrategia directiva. Fitch no prefiere una estructura de propiedad concreta en lugar de otras, sino que analiza las implicaciones para el crédito atendiendo a los méritos de cada una. Al evaluar las distintas unidades operativas, Fitch revisará, por lo general, la fungibilidad del capital entre las diferentes entidades jurídicas y los lazos gerenciales existentes entre ellas.

4. *Ratings* soberanos y de finanzas públicas

a) Inputs *cuantitativos*

Los *ratings* soberanos y de finanzas públicas surgen de la síntesis de juicios cuantitativos y cualitativos, y persiguen reflejar la disposición y la capacidad para el pago de la entidad. Para ello, al analizar a los soberanos y las subdivisiones inferiores de gobierno se tiene en cuenta un amplio grupo de variables económico-financieras. Los *inputs* cuantitativos clave para el análisis del *rating* soberano pueden agruparse en cuatro grandes categorías:

— *Evolución y perspectivas macroeconómicas.*

— *Características estructurales de la economía*, que la hacen más o menos vulnerable a *shocks*, incluidos los riesgos derivados del sector financiero para la estabilidad macroeconómica y de las finanzas públicas, así como el «riesgo político» y los factores de gobierno corporativo.

— *Las finanzas públicas*, incluida la estructura y sostenibilidad de la deuda pública, así como la financiación presupuestaria.

— *Las finanzas exteriores*, con particular atención a la balanza de pagos (por cuenta corriente y de capitales), así como el nivel y la estructura de la deuda externa (pública y privada).

El rendimiento pasado no siempre sirve como guía para el futuro. No obstante, el historial de un país en materia de crecimiento económico refleja la cohesión y la solidez de su marco de políticas macroeconómicas, y las fortalezas y debilidades estructurales de su economía. Los países que han disfrutado de un largo periodo de políticas macroeconómicas sensatas tienen probabilidades, a igualdad de las demás condiciones, de registrar un crecimiento sin inflación estable y superior, que se traduzca

en mayores niveles de renta y mayor resistencia frente a los *shocks*. Los soberanos cuyas economías muestran una trayectoria de inflación baja y crecimiento económico estable tenderán, pues, a ser mejor calificados que aquellos que han experimentado inflación crónica y ciclos económicos severos en el pasado reciente.

La gestión de las finanzas públicas es vital para la solvencia del soberano. Unas políticas fiscales inadecuadas pueden resultar en inestabilidad macroeconómica, e incluso en crisis, socavando en último término la solvencia del soberano. Una carga de deuda pública elevada y creciente menoscaba la solvencia del soberano, mientras que una estructura de la deuda débil puede hacer a las finanzas públicas vulnerables a los riesgos de duración, cambiario y de refinanciación. Además, cuanto más vulnerables sean las finanzas públicas a *shocks* adversos, menor capacidad tendrán para sostener un determinado nivel de deuda. Consideraciones similares son aplicables al análisis de la balanza de pagos y de la deuda externa. Los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública y externa incluyen la ratio de servicio de la deuda respecto a los ingresos/gastos públicos y respecto a los ingresos corrientes en divisas; la ratio de deuda pública y externa respecto a los flujos de ingresos nacionales y externos y respecto al nivel de producto nacional (es decir, PIB), y los saldos primarios presupuestario y externo como porcentaje del PIB necesarios para estabilizar y/o reducir los *stocks* de deuda pública y externa.

Los *ratings* de las entidades de finanzas públicas, como las provincias y las ciudades, dependen de parecidos indicadores cuantitativos de flexibilidad fiscal y sostenibilidad de la deuda (como la ratio de deuda y pagos por intereses respecto a los ingresos), así como de un análisis detallado de los principales componentes de ingresos y gastos (diversidad de las fuentes de ingreso y carácter obligatorio, frente a discrecional, del gasto, respectivamente) y de los indicadores de liquidez (por ejemplo, volumen de depósitos en efectivo respecto al servicio de la deuda).

En el caso del análisis soberano, las fuentes de información para los *inputs* cuantitativos están, en la mayoría de los casos, disponibles públicamente a través de instituciones internacionales como el FMI, la Comisión Europea y la OCDE, o de fuentes nacionales, como los bancos centrales y departamentos gubernamentales clave (ministerios de Economía y Hacienda, oficinas de gestión de la deuda y departamentos del Tesoro) e institutos nacionales de estadística. Con frecuencia, se requerirá a las oficinas de gestión de la deuda y los departamentos del Tesoro que faciliten información más detallada y actualizada sobre la deuda pública y el servicio de la deuda que la que está disponible en el ámbito público. Para el análisis de finanzas públicas, las propias autoridades locales y regionales son la principal fuente de información sobre sus cuentas públicas.

b) Inputs cualitativos

Los *inputs* cualitativos buscan primordialmente discernir la «disposición para el pago», que en el caso de los emisores soberanos y cuasi soberanos es un aspecto importante de la evaluación del crédito y el *rating*. La «disposición para el pago» expresa la voluntad y capacidad política de las autoridades competentes para formular e implementar medidas suficientes que movilicen los recursos necesarios para cumplir las obligaciones de la deuda. En los *ratings* cuasi-soberanos, los factores cualitativos incluyen las características del marco institucional y legal, los factores políticos asociados a las relaciones intergubernamentales y el perfil socioeconómico de la ciudad/región.

Los *inputs* cualitativos para el *rating* soberano atañen a la transparencia y la predecibilidad de las políticas económicas y presupuestarias, así como a una evaluación del «riesgo político» general, lo que incluye la probabilidad de conflictos internos o externos, como una guerra o el «cambio de régimen», susceptibles de alterar el servicio de la deuda o incluso derivar en la repudiación de la deuda contraída por un régimen anterior. Indicadores de la «disposición para el pago» incluyen el historial de servicio de la deuda, la estabilidad política y social (por ejemplo, la incidencia de la transición pacífica en el poder de un régimen, democrático o no, a otro) e indicadores demográficos y de ingresos (por ejemplo, dispersión en la distribución de la renta, crecimiento de la población y estructura demográfica).

c) Comparaciones entre homólogos

La solvencia de los soberanos no puede comprenderse de forma aislada, por lo que un análisis riguroso de los homólogos es fundamental para el análisis del *rating* soberano. Las comparaciones de indicadores de solvencia soberana entre los países, y a lo largo del tiempo, sirven para resaltar las fortalezas y debilidades relativas de cada uno y su capacidad para resistir los *shocks*. Los datos de los países individuales son puestos en relación con las medianas para cada categoría amplia de *rating* (es decir, A, BBB, BB, B). Los modelos de *rating* soberano pueden contribuir a ilustrar estas comparaciones y ayudar a determinar los niveles de *rating* adecuados. Pueden complementarse los *ratings* soberanos (a largo plazo en moneda extranjera y local) con *perspectivas* —positiva, negativa y estable— que ofrecen una indicación de la dirección en la que se espera que evolucione la solvencia soberana de un país en el tiempo. En situaciones en las que el ritmo de los acontecimientos se acelera, cabe que el *rating* se coloque en *vigilancia* (*Rating Watch*) para indicar que podría ser revisado al alza o a la baja en un horizonte de tiempo relativamente corto. Consideraciones similares son aplicables a los *ratings* de finanzas públicas.

5. Financiación estructurada

Los inversores en transacciones de financiación estructurada confían básicamente en la cartera de activos subyacentes afecta a la transacción para el cobro de los intereses y la devolución del principal. Al evaluar si los inversores recibirán el pago íntegro de acuerdo con los términos en los que se contrató la transacción, cinco son los aspectos fundamentales a tener en cuenta: la estructura jurídica, la calidad de los activos, la mejora crediticia, la estructura financiera, y la calidad del originador y el administrador de los activos.

La característica diferencial de una transacción de financiación estructurada es el carácter segregado, o la «desvinculación», de la cartera de activos respecto del riesgo de crédito corporativo del propietario original éstos, u «originador». Esto suele conseguirse mediante la venta de un conjunto identificable y específico de los activos del originador a un vehículo de propósito especial o *special purpose vehicle* (SPV), de modo que ni los activos ni los ingresos derivados de ellos se integrarían eventualmente en la masa de la quiebra del originador/vendedor si estos se declarasen insolventes. Los analistas de Fitch revisan los documentos clave y las opiniones legales sobre la transacción para determinar si su contenido concuerda con la descripción hecha a Fitch de la transacción y su estructura.

Las transacciones de financiación estructurada están garantizadas («colateralizadas») por una amplia gama de activos financieros, agrupados en cuatro grandes sectores: bonos hipotecarios sobre inmuebles residenciales (*residential mortgage-backed securities*, o RMBS), bonos hipotecarios sobre inmuebles comerciales (*commercial mortgage-backed securities*, o CMBS), bonos de titulización de activos (*asset-backed securities*, o ABS) y obligaciones de deuda colateralizadas (*collateralized debt obligations*, o CDO). Fitch suele analizar las características crediticias de los activos para obtener una expectativa de pérdida en un escenario que tenga una alta probabilidad de ocurrencia, según las expectativas de Fitch en ese momento. A éste se le suele denominar escenario base. Fitch puede utilizar datos históricos del originador y modelos determinísticos o estocásticos para llegar a sus hipótesis del escenario base. Las expectativas de pérdida son entonces incrementadas para las categorías superiores de *rating*. Fitch emplea una filosofía de *rating* de tipo prospectivo, que busca aplicar un enfoque «a lo largo del ciclo» en los escenarios superiores de *rating*, y un enfoque basado en expectativas en los escenarios inferiores de *rating*.

La mejora crediticia es un mecanismo que ofrece a los titulares de bonos protección frente a pérdidas en la cartera subyacente. Puede tener carácter interno en forma de subordinación, excedente de intereses o sobrecolateralización o externo a través de un tercero en

forma de aval financiero, dotación financiera de una cuenta de reserva, recursos propios externos, o una combinación de todo lo anterior. El *rating* que se asigne a cada bono dependerá de si Fitch cree que los bonos tienen suficientes mejoras crediticias disponibles para aguantar las pérdidas en caso de impago de la cartera de colateral subyacente que la agencia prevé en cada escenario concreto de estrés de *rating*.

El enfoque de Fitch en el análisis de las diversas estructuras se describe en informes sobre activos específicos o de criterios para los *cashflows*. La modelización de éstos reflejará la estructura concreta de la transacción considerada, evaluando la adecuación de la mejora crediticia a cada nivel de *rating*. Los criterios de *cashflows* podrían incluir una serie de hipótesis de estrés aplicables a los diferentes niveles de *rating*. Estos factores de estrés pueden hacer referencia, entre otros, a los prepagos, la concentración en el tramo inicial o final de los impagos y la secuencia temporal de las pérdidas, así como supuestos reforzados sobre intereses, base y tipos de cambio, a fin de hacer aflorar cualquier exposición sin cobertura.

La magnitud y la naturaleza de los escenarios *estresados* del *cashflow* dependerán de la clase y el tipo de activo implicado, así como de la estructura financiera de la transacción considerada.

El originador, el administrador y el gestor de los activos en una operación de finanzas estructuradas, como participantes de la transacción, pueden afectar a la evolución de los activos subyacentes y, en último término, a la transacción de financiación estructurada. Los equipos de Fitch de riesgo operativo, fondos y gestores de activos, o bien los analistas específicos de *rating* de activos, revisan los procesos operacionales de cada originador, administrador o gestor de activos que participa en una transacción calificada por Fitch. Ya se concrete en forma de puntuación interna, opinión o *rating* público, su evaluación puede dar lugar a ajustes en los niveles base de pérdida esperada y mejora crediticia de una transacción, a la aplicación de un techo de *rating*, o a la renuncia de Fitch a calificar una transacción.

6. Infraestructuras y financiación de proyectos

Fitch ha calificado o revisado transacciones de financiación de infraestructuras en múltiples sectores, como infraestructuras sociales, centrales térmicas, energías renovables, petróleo y gas, autopistas de peaje, ferrocarril y aeropuertos. En primer lugar, el análisis de Fitch aborda el potencial del proyecto para generar una corriente estable de tesorería, basándose en el marco legal aplicable y en los aspectos económicos fundamentales, junto con cualquier riesgo político o macroeconómico. Luego, la agencia considera la estructura financiera, a fin de formarse una opinión de la capacidad

de dichos flujos de tesorería para atender el servicio de los instrumentos de deuda calificados de acuerdo con las condiciones pactadas. Una característica diferencial de la mayoría de las financiaciones de infraestructuras es que la emisión se realiza a través de una entidad de propósito específico o de una autoridad pública con propósito limitado, con férreas restricciones en cuanto a su negocio y a su estructura financiera.

Fitch tiene en cuenta una gran variedad de atributos de riesgo, pero, por regla general, los factores clave del *rating* incluyen el riesgo de terminación de la infraestructura, riesgos de precio y de volumen (por ejemplo, el riesgo de precio de las materias primas en el caso de una central eléctrica, el riesgo de tráfico en una autopista o el riesgo meteorológico en el caso de un parque eólico), el riesgo de contraparte, y los costes operativos y de mantenimiento. Aunque la mayoría de las transacciones utilizan estructuras de deuda en las que el capital se repaga íntegramente, algunas incluyen además elementos de riesgo de refinanciación. La importancia relativa de cada atributo en el análisis varía según el proyecto del que se trate. El análisis del grupo de comparables y de estrés del *cashflow* son elementos importantes del proceso de *rating*.

Con frecuencia, se nos pregunta si Fitch espera revisar el *rating* al alza en el momento en que la fase de construcción haya finalizado. El riesgo de terminación de la infraestructura no es necesariamente una restricción para el *rating*, siempre y cuando esté adecuadamente mitigado por el uso de contratistas apropiados, con una estructura contractual sólida y niveles correctos de soporte de liquidez. Además, Fitch tiende a ligar su calificación al momento más débil de la vida de la deuda, que en el caso de algunas transacciones podría encontrarse en la fase operativa (por ejemplo, una refinería de petróleo cuya terminación está garantizada por unos patrocinadores con *ratings* sólidos, pero que se halla expuesta a una intensa volatilidad en los precios de las materias primas durante sus operaciones).

Los proyectos normalmente se financian mediante una combinación de recursos propios, *cashflows* generados internamente y deuda. La naturaleza de la financiación con deuda varía según la región. En Europa y Oriente Medio, los bancos no han tenido históricamente inconvenientes en prestar a muy largo plazo (más de veinte años), aunque, tras la entrada en vigor de la normativa Basilea III en materia de capital, esta opción perderá atractivo. En Norteamérica, el apetito de los bancos por el préstamo suele ser a más corto plazo, por lo que el mercado de bonos de proyectos *unwrapped* está más maduro. Están desarrollándose mercados locales de bonos en los mercados emergentes, sobre todo para centrales eléctricas y autopistas de peaje, aunque estos mercados siguen ofreciendo plazos limitados y estando financiados en gran parte por los bancos. Las agencias de crédito a

la exportación y los organismos multilaterales se han mostrado activos para respaldar los riesgos políticos y comerciales en las transacciones, en especial, aunque no únicamente, en los mercados emergentes.

En general, las transacciones de infraestructuras calificadas por Fitch han demostrado una considerable estabilidad de *rating* durante la fase bajista de 2008-2010. Las transacciones que se han resentido de factores económicos han sufrido, en general, rebajas de *rating* modestas (de media, menos de un *notch*). De hecho, las acciones de *rating* más negativas en el sector de infraestructuras entre 2008 y 2010 se debieron a factores asociados específicamente a la transacción (por ejemplo, una parada prolongada en una central eléctrica o la sobreestimación de recursos en un proyecto de biogás).

Aunque algunos sectores son más volátiles que otros, hay tres factores clave que sirven para entender la razón de que la financiación de infraestructuras muestre una evolución del *rating* bastante estable, incluso durante convulsiones del mercado.

1) Los activos de infraestructuras suelen tener naturaleza estratégica —por ejemplo, las carreteras o centrales eléctricas— y a menudo se benefician de monopolios naturales o regulados. Con frecuencia, sus ingresos dependen de contrapartes de carácter público o semipúblico, y tampoco están directamente expuestos a riesgos puros de mercado y al gasto discrecional.

2) Las características estructurales generalmente asociadas a la financiación de infraestructuras suelen adoptar la forma de vehículos de recurso limitado dotados de considerable liquidez. Por tanto, son capaces de soportar *shocks* temporales, y ofrecen un paquete de pactos ventajosos para el acreedor.

3) Los escenarios de *rating* para dichos proyectos incluyen normalmente hipótesis conservadoras; es decir, el proceso de *rating* parte de la premisa de cierto inferior comportamiento relativo.

Además, la dilatada serie histórica de información disponible para la mayoría de estas clases de activos ofrece una indicación fiable del rango de resultados futuros.

Pese a estar menos expuesta que otros sectores a *shocks* macroeconómicos temporales, la financiación de infraestructuras debe hacer frente a sus propios problemas: exposición a un activo único, riesgo de contraparte, riesgo de previsión, riesgo de terminación de la infraestructura, de precios de las materias primas y de apalancamiento, por nombrar sólo algunos. Es por esta razón que los *ratings* suelen estar limitados a la categoría A en el tramo superior de la escala, excepción hecha de determinados activos operativos de gran envergadura, sobre todo dentro del sector público.

El papel de la calificación crediticia en los mercados de crédito

Juan Pablo Soriano

I. INTRODUCCIÓN

La mala evolución de las calificaciones crediticias, en relación con los activos del mercado hipotecario de los EE. UU. originados en la última década, ha hecho que algunos analistas del mercado se cuestionen la utilidad de las calificaciones crediticias en general.

En el contexto de ese debate, este artículo aborda varias cuestiones clave:

- Qué son las calificaciones crediticias y qué no son.
- Las ventajas que ofrecen las calificaciones y el papel que desempeñan en el apoyo al funcionamiento de los mercados de crédito en la Unión Europea y en otros lugares.
- Cambios en la forma de utilizar las calificaciones para mejorar su utilidad y reducir el riesgo de que su mal uso pueda perjudicar la eficiencia y estabilidad del mercado.
- Comparación de las calificaciones crediticias con la de otras medidas del riesgo crediticio basadas en el mercado.

La conclusión es:

- 1) Las calificaciones crediticias desempeñan un papel importante en el funcionamiento de los mercados de crédito, ofreciendo a los inversores un lenguaje de crédito común para utilizarlo a la hora de tomar decisiones de crédito bien fundadas. También ofrecen a los emisores un punto de referencia para evaluar su propia solvencia.
- 2) Sin embargo, las calificaciones son sólo una medida de riesgo, y su uso por los inversores o los reguladores no debería estar programado de tal forma que una

acción de calificación provocara perturbaciones en el mercado.

3) Por lo tanto, es necesario tomar dos tipos de medidas: las encaminadas a proporcionar a los inversores una amplia variedad de opiniones de crédito, tanto de las agencias de calificación crediticia (CRA, por sus siglas en inglés) como la de los otros proveedores de información de riesgo crediticio, y las que supongan una mejora en la divulgación de información financiera por parte de los emisores de deuda.

4) Los precios de mercado y las calificaciones crediticias son mejores indicadores de incumplimiento si se utilizan de una manera conjunta.

II. DEFINICIÓN DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

Las calificaciones crediticias son una opinión acerca de la solvencia de una entidad o de un instrumento financiero utilizando un sistema alfa numérico de categorías de calificación. Tienen una serie de atributos que definen los propósitos por los que deben, o no, ser utilizadas.

Las calificaciones son una herramienta de clasificación. Si bien las calificaciones, en especial en el área de la titulización, pueden proporcionar una medida de niveles de riesgo específicos, su papel principal es clasificar a los prestatarios por su probabilidad de incumplimiento. En ausencia de un impacto macroeconómico imprevisto, los niveles de incumplimientos y de pérdidas para cada nivel de calificación suelen aproximarse a su media a largo plazo, pero es importante señalar que una calificación no está destinada a indicar la probabilidad precisa de que ocurra un impago.

Las calificaciones solo abordan el riesgo crediticio. No abordan otras características fundamentales de la

inversión, tales como el riesgo de liquidez, el riesgo de prepago o la volatilidad (1).

Las CRA tienen como objetivo la estabilidad y la precisión de las calificaciones. El objetivo de las calificaciones es captar los cambios duraderos en el riesgo crediticio, en lugar de cambios transitorios en el sentimiento de mercado. Una calificación sólo se modificará cuando la CRA considere que el cambio no tendrá que ser invertido rápidamente. El uso de las calificaciones refleja el deseo de los inversores de obtener una visión de crédito equilibrada y a medio plazo.

Todos estos atributos nos llevan a concluir que las calificaciones no son muy adecuadas como medidas de riesgo para inversores con horizontes de inversión a corto plazo, ya que las CRA no van a cambiar las calificaciones para reflejar noticias que impliquen percepciones temporales del mercado.

III. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS OFRECEN AL MERCADO INFORMACIÓN DETALLADA SOBRE LOS EMISORES EN UN MARCO ESTABLE

1. Las calificaciones crediticias han jugado un papel importante en el desarrollo de los mercados de crédito

En todos los países, el crecimiento de los mercados de crédito ha coincidido con un mayor uso de las calificaciones crediticias. Históricamente, se ha considerado que las calificaciones crediticias, junto con los informes publicados por las CRA en apoyo de sus calificaciones, han aumentado la transparencia y la integridad del mercado, además de simplificar el «lenguaje» del crédito a través del establecimiento de puntos de referencia del crédito fáciles de comprender.

2. Los inversores necesitan tanta información como sea posible de los prestatarios...

El papel de los mercados financieros es, en última instancia, reunir a los inversores y a los prestatarios. A la hora de invertir, los inversores deben ser capaces de evaluar la solvencia de los potenciales prestatarios con el fin de decidir si una inversión es compatible con su apetito por el riesgo y de fijar un precio apropiado para ese riesgo.

Para ello, los inversores y los gestores de riesgos necesitan acceder a una información muy completa, tanto cuantitativa, como cualitativa, acerca de esos prestatarios, y necesitan aplicar un marco de análisis de riesgo sistemático para juzgar la solvencia de una amplia gama

de prestatarios de una manera consistente a través del tiempo.

Además, para poder comparar sus propias opiniones con las de otros participantes, los inversores y los gestores de riesgos deben ser capaces de hablar un lenguaje común respecto al riesgo, y usar una terminología coherente.

3. Los mercados financieros no son perfectos, están llenos de imperfecciones

Asimetrías de información. Los prestatarios saben más acerca de sus finanzas que los inversores, y tienen el incentivo de presentarlas de la mejor manera posible. Los inversores no siempre disponen del tiempo o los conocimientos para acceder o analizar la información que necesitan. Las CRA reducen esa asimetría de información, ya que en sus opiniones reflejan información confidencial que le han comunicado los emisores y que no ha sido divulgada al mercado.

Problemas entre el inversor y su gestor de inversiones. Los inversores que no tienen el tiempo o los conocimientos para llevar a cabo su propia evaluación de crédito (como los fideicomisos de fondos de pensiones y los ahorradores particulares) suelen subcontratar el trabajo para que lo realice un agente, es decir, un gestor de inversiones. Los inversores piden a los gestores que maximicen el rendimiento de sus inversiones, pero imponiendo unas limitaciones en el riesgo a asumir. El inversor se enfrenta al reto de asegurar que los incentivos del agente estén alineados con los suyos propios, y que el agente actúe en consecuencia. Las calificaciones proporcionan un lenguaje común y una medida de riesgo que mejora la comparabilidad, y ofrece información a las decisiones de inversión y gestión de riesgos. Las calificaciones incorporan y presentan información sobre los diversos prestatarios de una manera sistemática y coherente, ayudando así a los inversores en sus relaciones con sus gestores de riesgo. Por ejemplo, las referencias a las calificaciones en las pautas de inversión de cartera, junto con otras herramientas de inversión tales como la diversificación, la transparencia sobre los activos y las auditorías de terceras partes, permite a los inversores definir su política de riesgo y valorar las recomendaciones de su gestor de inversiones.

Pero las calificaciones no deben ser el único instrumento utilizado a la hora de tomar una decisión de inversión, ya que están diseñadas para ser utilizadas como parte de un conjunto de herramientas en la toma de las decisiones, y no deben estar integradas en las decisiones de los inversores o en la regulación de tal manera que una acción de calificación, o un conjunto de ellas, pueda llegar a ocasionar respuestas desproporcionadas del mercado.

IV. LAS PRIORIDADES SON MODIFICAR EL USO DE LAS CALIFICACIONES Y ESTIMULAR LA INVESTIGACIÓN INDEPENDIENTE

El impacto que han tenido en los mercados financieros las bajadas de calificación abre el debate del uso que se ha hecho de ellas, algo que, en gran medida, está fuera del propio control de las agencias de calificación crediticia. La crisis financiera ha puesto de manifiesto que las calificaciones han sido utilizadas de manera mecánica tanto en la regulación como en la comunicación entre inversores y gestores de riesgo, con lo cual, las acciones de calificación han llegado a tener efectos desproporcionados.

Por lo tanto, la prioridad de los reguladores debería ser la de reducir el peso específico que las calificaciones tienen en la regulación y fomentar el uso de un conjunto de herramientas de análisis de crédito, entre las cuales tendría que estar la calificación.

1. Las calificaciones son utilizadas de una manera excesivamente mecanizada

El uso excesivo de las calificaciones crediticias en la regulación está bien documentado. Moody's ha apoyado durante mucho tiempo el objetivo de reducir o eliminar el uso de las calificaciones en la regulación.

El uso mecánico de éstas también ha sido una práctica habitual del mercado que ha contribuido a sobredimensionar los resultados de las acciones de calificación. Algunos estudios (2) sugieren que los contratos entre inversores y sus gestores de riesgo incluyen una amplia variedad de decisiones (por ejemplo, «comprar únicamente deuda triple A») y reacciones (por ejemplo, «vender si se baja la calificación a una categoría inferior a triple A») basadas en las calificaciones. Estas directrices incentivan a los participantes del mercado a actuar sobre la base de una sola medida o un pequeño número de medidas de crédito, creando un claro potencial de espirales descendentes que se refuerzan a sí mismas, y que aumentan las probabilidades de una dinámica negativa del mercado.

Las calificaciones no están diseñadas para ser utilizadas de esa manera tan mecanizada, ya que son meras opiniones, y no árbitros del crédito. Al cambiar las calificaciones, las CRA están ofreciendo una visión a los inversores que debe de ser evaluada junto con una amplia gama de puntos de vista y medidas; por lo tanto, no se debería reaccionar de una manera automática ante un cambio de calificación.

2. La nueva regulación debería apoyar un análisis independiente

Si la forma en que las calificaciones se utilizan genera tantos problemas como la calidad de éstas, parte de

la respuesta sería animar a los inversores a utilizar una gama más amplia de medidas de riesgo y a modificar el uso que vienen haciendo de aquéllas.

Una mayor transparencia fomentaría la creación de otras herramientas de crédito. Un paso importante sería incrementar la transparencia por parte de los emisores. Cuantos más emisores estén obligados a difundir información financiera frecuentemente, y de manera sistemática y estandarizada, menos inversores tendrán que depender de las calificaciones crediticias. Las calificaciones se seguirán utilizando, pero la ventaja comparativa de las CRA estaría más firmemente ligada a su capacidad de análisis de crédito, y no a su capacidad para superar las deficiencias de divulgación de información en el mercado.

Se debería animar a las entidades crediticias a que realizaran su propia evaluación de crédito. Las recientes propuestas de regulación fomentan que los intermediarios financieros desarrollen su capacidad para llevar a cabo evaluaciones internas de crédito, ya sea cuando actúan como inversor o como gestor de inversiones. En definitiva, se trata de que las decisiones sobre crédito estén mejor fundamentadas. Sin embargo, sería poco realista esperar que las entidades de crédito, con la posible excepción de los grandes bancos, dispusiesen de los recursos de evaluación de riesgo crediticio disponibles actualmente en las CRA. Los pequeños inversores seguirían confiando en sus gestores para que les ayudasen en la toma de sus decisiones, y se mantendría el rol de las calificaciones de crédito. El papel de las calificaciones sería el de contribuir a un debate bien informado sobre el crédito, y no a actuar como el único árbitro de éste.

V. ¿QUÉ OCURRE CON LOS PRECIOS DE MERCADO? UN EJERCICIO DE COMPARACIÓN

Una de las opciones que se baraja para reflejar los cambios en la solvencia es que, en lugar de las calificaciones crediticias, se fomente el uso de referencias de mercado, tales como el precio de los bonos o los diferenciales que señalen los *credit default swaps* (CDS).

El problema que surge de inmediato es que las mediciones de crédito basadas en el mercado, o en las señales del mercado en general, no pueden desempeñar el papel que juegan las calificaciones en las relaciones entre el inversor y su gestor de riesgos (3). Los inversores quieren que sus gestores seleccionen los activos de mayor rendimiento que estén en consonancia con su apetito por el riesgo; por lo tanto, el rendimiento del activo no puede ser utilizado como única guía para que los gestores escojan las inversiones ni para que el inversor evalúe el trabajo de los gestores. Los precios de mer-

cado son de poca utilidad para los inversores que desean una medida clara y estable del riesgo, una medida con la que expresar su apetito por el riesgo a su agente de inversión.

1. Metodologías para la comparación: los desafíos

Comparar la evolución relativa de las calificaciones y los precios de mercado no es una tarea sencilla. Los precios de mercado fiables (ya sea en forma de bonos o diferenciales de los CDS) existen sólo para un número determinado de calificaciones; además, los cambios en los diferenciales a menudo reflejan factores no relacionados con el riesgo crediticio. Por todo ello, es muy difícil distinguir los movimientos de precios que reflejan cambios en la opinión sobre el riesgo de crédito de aquellos que reflejan cambios en la liquidez del mercado, el riesgo de cambio de divisa, la prima de incertidumbre o el apetito por el riesgo en general.

Además, cualquier comparación se complica por la relación causal entre los precios de mercado y el incumplimiento. Los cambios en los precios de mercado pueden, en mayor medida que las calificaciones de crédito, desencadenar la misma acción que pretenden reflejar sus valoraciones del riesgo (como cuando las preocupaciones sobre la solvencia de un banco llevan a subir los costes de financiación y, finalmente, a la retirada de los depósitos, dando lugar a un impago de su deuda); por lo tanto,

aunque las comparaciones entre los resultados de las calificaciones crediticias y las medidas de riesgo crediticio implícitas en el mercado puedan ser didácticas, también pueden ser fácilmente malinterpretadas.

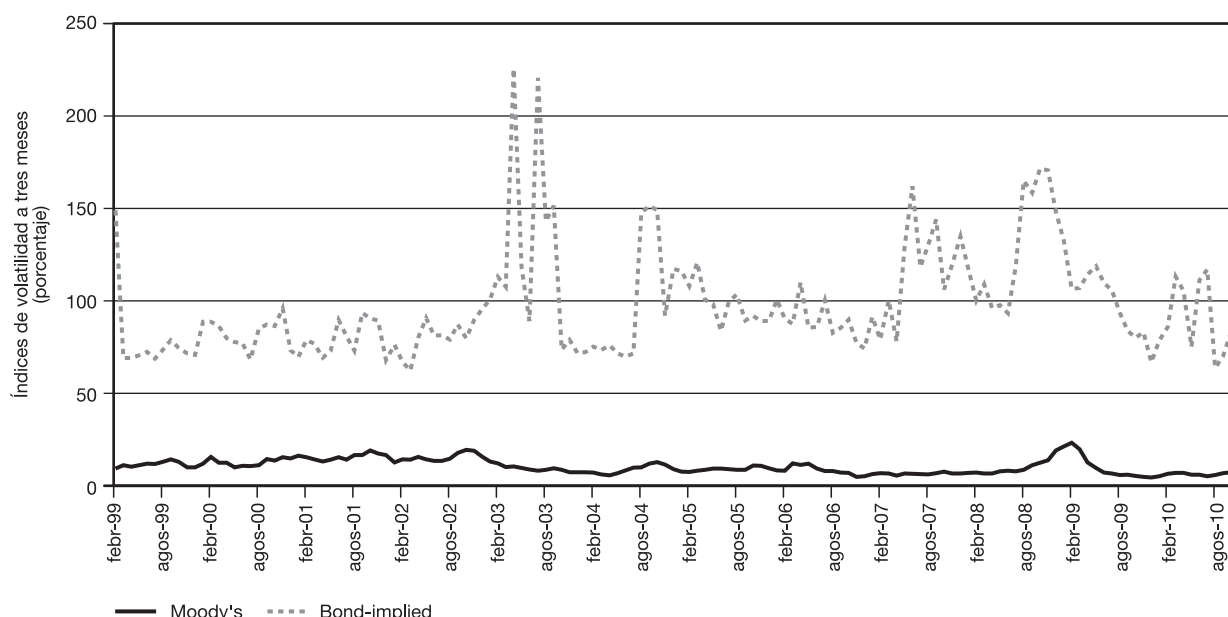
Las comparaciones se realizan mirando la evolución de las calificaciones crediticias con la de las «Calificaciones de mercado implícitas» (MIR, por sus siglas en inglés). Las MIR son las «calificaciones» obtenidas al clasificar a los emisores que cotizan en Bolsa de acuerdo a los precios de sus bonos o de sus CDS en relación con un punto de referencia. Esas comparaciones muestran que (4):

— Mientras que las MIR pueden ser más precisas respecto a las inversiones con un límite temporal más corto, las diferencias en la precisión no son significativas en el plazo de varios años, que es el plazo al que se refieren las calificaciones.

— Las calificaciones crediticias son mucho más estables que las medidas derivadas del mercado. Las CRA muy rara vez tienen que revocar (que se baje una calificación y al poco tiempo se vuelva a subir) sus calificaciones. Por otro lado, las revocaciones de las calificaciones de mercado implícitas son constantes, y esto se debe a que las MIR fluctúan por razones no relacionadas con el riesgo crediticio, tales como cambios en la liquidez y otros factores de riesgo de mercado (véanse los gráficos 1 y 2).

GRÁFICO 1

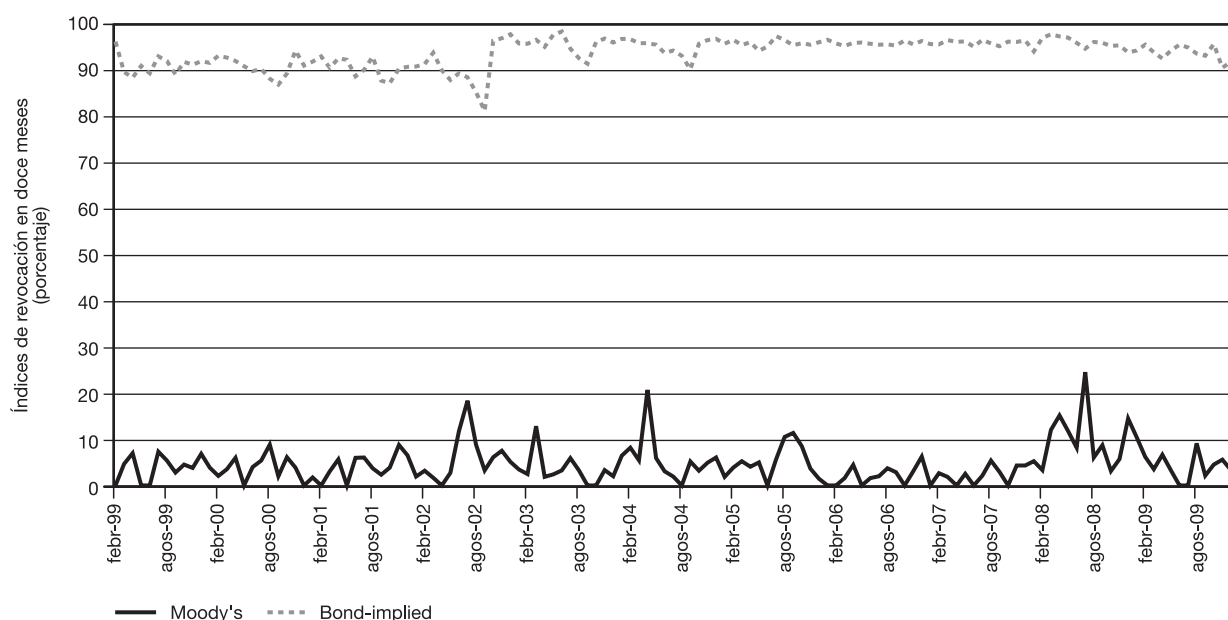
VOLATILIDAD DE LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S Y LAS CALIFICACIONES DE MERCADO IMPLÍCITAS (MIR) (*)



(*) Este gráfico muestra índices de volatilidad de tres meses (los índices de tres meses ponderados de subidas de categoría más las bajadas de categoría, divididos entre el número de emisores) para las calificaciones de Moody's y las calificaciones de mercado implícitas. Esto ilustra la volatilidad mucho más alta observada en las calificaciones de mercado, sobre todo en periodos de tensión.

GRÁFICO 2

ÍNDICE DE REVOCACIÓN-CALIFICACIONES DE MOODY'S FRENTE A LAS MIR (*)



(*) Este gráfico muestra los índices de revocación: la proporción de ocasiones en que los cambios de las calificaciones se revocaron con posterioridad en el plazo de doce meses, para las calificaciones de Moody's y las calificaciones de mercado. El gráfico pone de manifiesto que mientras los cambios en los índices de Moody's rara vez son invertidos, los cambios en las calificaciones de mercado casi siempre se revocan.

— Si bien los cambios de calificación crediticia muestran algo de prociclicidad, son mucho menos procíclicos que las señales basadas en el mercado: por ejemplo, el promedio del diferencial del CDS bancario aumentó desde unos 15 puntos básicos (pb) antes de la crisis a más de 350 pb, es decir, el equivalente de hasta once movimientos de calificación en todo el sector (5).

Un sistema de análisis crediticio que se basara únicamente en los precios de mercado sería mucho más volátil y procíclico que uno basado en las calificaciones crediticias, y afectaría al funcionamiento de los mercados de crédito, ya que las calificaciones de crédito están en las directrices de inversión de muchos fondos y en otros contratos financieros; por lo tanto, la revocación de las calificaciones ocasionaría verdaderas tensiones y gastos al mercado (6). La conclusión es que ninguna medida de riesgo crediticio está exenta de defectos, y los estudios sugieren que las calificaciones crediticias y las MIR son más precisas si se utilizan de una manera conjunta (7). Un sistema que tenga en cuenta ambas fuentes de información será más sólido que otro basado únicamente en una de las medidas.

NOTAS

(1) Una calificación fundamental tendrá en cuenta la liquidez del emisor y, para algunas operaciones de titulización, la facilidad con que los activos subyacentes podrían ser vendidos para apoyar los pagos a los tenedores de bonos. Sin embargo, no tendrá en cuenta las variaciones de liquidez general de mercado que afecten a la demanda, y por lo tanto al precio de los propios bonos.

(2) Por ejemplo, Richard Cantor *et al.* (2007), *The Use of Credit Ratings in Investment Management in the US and Europe*.

(3) Véase, por ejemplo, Gunter Löffler (2004), «Ratings versus market-based measures of default risk in portfolio governance», *Journal of Banking and Finance*, 28: 2715-2746.

(4) Véase, por ejemplo, Richard Cantor y Christopher Mann (2007), «Analyzing the trade off between ratings accuracy and stability», *Journal of Fixed Income*, Primavera, y «Are corporate bond ratings procyclical?: An update», *Moody's Special Comment*, mayo de 2009.

(5) El planteamiento que mejor capta el impacto de igual a igual del aumento en los *spreads* CDS bancarios si todos los *spreads* CDS no bancarios se hubieran mantenido constantes en sus niveles anteriores a la crisis.

(6) Estas cuestiones se examinan mejor en el documento de Karl L. Keiber y Gunter Loeffler, *Rationalizing the Policy of Credit Rating Agencies*, no publicado, sin fecha.

(7) Véase, por ejemplo, Gunter Löffler (2007), «The complementary nature of ratings and market-based measures of default risk», *Journal of Fixed Income*, Verano.



DOCUMENTACIÓN

*Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo,
de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia.
(Corrección de errores: DOUE L 350/59 de 29/12/2009). Modificado por el Reglamento (UE) n.º 513/2011,
del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011.*

**Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo,
de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia.
Modificado por el Reglamento (UE) n.º 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo.
(Texto pertinente a efectos del EEE)**

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO
DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, su artículo 95,

Vista la propuesta de la Comisión,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo,

Visto el dictamen del Banco Central Europeo,

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado,

Considerando lo siguiente:

(1) Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los prestatarios, los emisores y las administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y de financiación. Las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros, las empresas de reaseguro, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y los fondos de pensiones de empleo pueden utilizar dichas calificaciones crediticias como referencia para calcular sus necesidades de capital a efectos de solvencia o para calcular los riesgos derivados de su actividad de inversión. En consecuencia, las calificaciones crediticias influyen significativamente en el funcionamiento de los mercados y en la confianza de los inversores y los consumidores. Es esencial, por ello, que las actividades de las agencias de calificación crediticia se lleven a cabo con arreglo a los principios de integridad, transparencia, responsabilidad y de buena gobernanza a fin de que las calificaciones crediticias resultantes que se utilicen en la Comunidad sean independientes, objetivas y de adecuada calidad.

(2) Actualmente, la mayor parte de las agencias de calificación crediticia tienen su sede fuera de la Comunidad. La mayoría de los Estados miembros no regulan las actividades de estas agencias, ni las condiciones de emisión de sus cali-

ficaciones. Pese a la gran importancia que revisten para el funcionamiento de los mercados financieros, las agencias de calificación crediticia solo están sujetas al Derecho comunitario en determinados ámbitos, en particular a través de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. La Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, remiten asimismo a las agencias de calificación crediticia. Resulta, por tanto, importante establecer normas que garanticen que todas las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad sean de adecuada calidad y estén emitidas por agencias de calificación crediticia sujetas a requisitos estrictos. La Comisión seguirá colaborando con sus socios internacionales para lograr la convergencia de las normas reguladoras de las agencias de calificación crediticia. Debe brindarse la posibilidad de eximir del presente Reglamento a determinados bancos centrales que emiten calificaciones crediticias siempre que cumplan las correspondientes condiciones aplicables que garanticen la independencia y la integridad de sus actividades de calificación crediticia y que sean tan estrictas como los requisitos previstos en el presente Reglamento.

(3) El presente Reglamento no debe crear una obligación general en el sentido de que los instrumentos financieros o las obligaciones financieras deban ser calificados con arreglo al presente Reglamento. En particular, no debe obligar a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), tal y como se definen en la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), ni a los fondos de pensiones de empleo definidos en la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, a invertir exclusivamente en los instrumentos financieros calificados con arreglo al presente Reglamento.

(4) El presente Reglamento no debe crear una obligación general en el sentido de que las entidades financieras o los inversores solo puedan invertir en valores sobre los que se haya publicado un folleto de conformidad con la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y el Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad, y que se califican de conformidad con el presente Reglamento. Además, el presente Reglamento no debe obligar a los emisores u ofertantes o a las personas que solicitan la admisión a negociación en un mercado regulado a obtener calificaciones crediticias en relación con valores objeto del requisito de publicación de un folleto con arreglo a la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (CE) n° 809/2004.

(5) Un folleto publicado con arreglo a la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (CE) n° 809/2004 debe contener información clara y visible en la que se indique si la calificación crediticia de los valores respectivos la emite o no una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada con arreglo al presente Reglamento. No obstante, ninguna disposición del presente Reglamento debe impedir a las personas responsables de la publicación del folleto con arreglo a la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (CE) n° 809/2004 que incluyan cualquier tipo de material informativo en el folleto, incluidas las calificaciones crediticias emitidas en terceros países e información relacionada.

(6) Además de emitir calificaciones crediticias y realizar actividades de calificación crediticia, las agencias de calificación crediticia pueden realizar también actividades afines a título profesional. La realización de actividades auxiliares no debe comprometer la independencia o la integridad de sus actividades de calificación crediticia.

(7) El presente Reglamento debe aplicarse a las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad. El objetivo principal del presente Reglamento es la protección de la estabilidad de los mercados financieros y de los inversores. Las calificaciones crediticias, los sistemas de calificación crediticia y las evaluaciones similares en relación con obligaciones derivadas de relaciones de consumidores, comerciales o industriales no deben entrar en el ámbito de aplicación del presente Reglamento.

(8) Las agencias de calificación crediticia deben aplicar, con carácter voluntario, el Código de conducta para las agencias de calificación crediticia publicado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores («Código de la OICV»). En 2006, la Comisión, en una Comunicación sobre las Agencias de Calificación Crediticia, pedía al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), creado mediante Decisión 2009/77/CE de la Comisión, que supervisara el cumplimiento del Código de la OICV y le informara anualmente al respecto.

(9) El Consejo Europeo de los días 13 y 14 de marzo de 2008 adoptó una serie de conclusiones en respuesta a las

principales deficiencias observadas en el sistema financiero. Uno de los objetivos era mejorar el funcionamiento del mercado y las estructuras de incentivos, entre otras cosas la función de las agencias de calificación crediticia.

(10) Se considera que las agencias de calificación crediticia, en primer lugar, no han reflejado con la suficiente prontitud en sus calificaciones el deterioro de las condiciones del mercado y, en segundo lugar, no han ajustado a tiempo sus calificaciones crediticias a la vista de la agravación de la crisis del mercado. La mejor forma de corregir esos fallos es adoptar medidas en relación con los conflictos de intereses, la calidad de las calificaciones crediticias, la transparencia y gestión interna de las agencias de calificación, y la supervisión de sus actividades. Los usuarios de las calificaciones no deben confiar ciegamente en ellas, sino que deben procurar encarecidamente realizar su propio análisis y actuar en todo momento con la debida diligencia antes de confiar en esas calificaciones.

(11) Es preciso establecer un marco normativo común con respecto a la mejora de la calidad de las calificaciones crediticias, en particular la calidad de las calificaciones crediticias que utilicen las entidades financieras y las personas sujetas a disposiciones comunitarias armonizadas. A falta de este marco común, existe el riesgo de que los Estados miembros adopten medidas divergentes a escala nacional, lo cual tendría repercusiones negativas directas sobre el buen funcionamiento del mercado interior y lo obstaculizaría, pues las agencias de calificación crediticia que emiten calificaciones para uso de las entidades financieras de la Comunidad estarían sujetas a diferentes normas en los distintos Estados miembros. Por otra parte, la divergencia en cuanto a los requisitos de calidad de las calificaciones crediticias podría generar distintos niveles de protección de los inversores y de los consumidores. Además, los usuarios deben tener la posibilidad de comparar las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad con las emitidas a nivel internacional.

(12) El presente Reglamento no debe afectar al uso que hagan de las calificaciones crediticias personas que no se mencionan en el presente Reglamento.

(13) Es conveniente prever el uso de las calificaciones crediticias emitidas en terceros países a efectos de regulación en la Comunidad siempre y cuando respeten unos requisitos tan estrictos como los establecidos en el presente Reglamento. El presente Reglamento introduce un régimen de refrendo que permite a las agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad y registradas de conformidad con el presente Reglamento refrendar calificaciones crediticias emitidas en terceros países. Al refrendar una calificación crediticia emitida en un tercer país, las agencias de calificación crediticia deben determinar y comprobar de manera permanente si las actividades de calificación crediticia resultantes de la publicación de dicha calificación crediticia respetan unos requisitos en materia de publicación de estas calificaciones tan estrictos como los establecidos en el presente Reglamento y si en la práctica alcanzan el mismo objetivo y surten los mismos efectos.

(14) Para responder a las preocupaciones en el sentido de que el no establecimiento en la Comunidad pudiera ser un obstáculo importante para una supervisión eficaz en interés de los mercados financieros de la Comunidad, dicho régimen

de refrendo debe introducirse en relación con las agencias de calificación crediticia que estén afiliadas o que trabajen estrechamente con las agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad. No obstante, pudiera ser necesario proceder al ajuste del requisito relativo a la presencia física en la Comunidad en casos determinados, en particular en lo que se refiere a las pequeñas agencias de calificación crediticia de terceros países que no están presentes o afiliadas en la Comunidad. Por consiguiente, debe establecerse un régimen específico de certificación para tales agencias de calificación crediticia, en la medida en que no tengan una importancia fundamental para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de uno o más Estados miembros.

(15) La certificación debe ser posible después de que la Comisión determine la equivalencia del marco jurídico y de supervisión de un tercer país con respecto a los requisitos recogidos en el presente Reglamento. El mecanismo de equivalencia previsto no debe suponer un acceso automático a la Comunidad sino que debe ofrecer la posibilidad de que las agencias de calificación crediticia de un tercer país puedan ser evaluadas individualmente y se les pueda conceder una exención con respecto a algunos de los requisitos organizativos aplicables a las agencias de calificación crediticia activas en la Comunidad, incluido el requisito relativo a la presencia física en la Comunidad.

(16) El presente Reglamento también debe obligar a las agencias de calificación crediticia de un tercer país a cumplir unos requisitos que son requisitos previos generales respecto de la integridad de sus actividades de calificación crediticia para impedir la injerencia por parte de las autoridades competentes y de otras autoridades públicas de dicho tercer país en el contenido de las calificaciones crediticias y para prever una política adecuada en materia de conflictos de interés, rotación de analistas de calificaciones y divulgación periódica y continua.

(17) Otro importante requisito para un régimen de refrendo sólido y un sistema de equivalencia es la existencia de acuerdos sólidos de cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y las autoridades competentes de las agencias de calificación crediticia de terceros países.

(18) La agencia de calificación crediticia que haya refrendado calificaciones crediticias emitidas en un tercer país debe ser plena e incondicionalmente responsable de las calificaciones crediticias refrendadas y del cumplimiento de las condiciones pertinentes establecidas en el presente Reglamento.

(19) El presente Reglamento no debe aplicarse a las calificaciones crediticias que una agencia de calificación realice en virtud de un encargo individual y que facilite exclusivamente a la persona que las encargó y que no estén destinadas a la divulgación pública ni a la distribución mediante suscripción.

(20) Los informes de inversiones, las recomendaciones en materia de inversión y otras opiniones acerca de un valor o del precio de un instrumento u obligación financiera no deben considerarse calificaciones crediticias.

(21) Las calificaciones crediticias no solicitadas, es decir las calificaciones crediticias que no hayan sido emitidas a peti-

ción del emisor ni de la entidad calificada, deben identificarse claramente como tales y distinguirse de las calificaciones crediticias solicitadas por los medios apropiados.

(22) A fin de evitar posibles conflictos de intereses, las agencias de calificación crediticia deben centrar su actividad profesional en la emisión de calificaciones crediticias. Las agencias de calificación crediticia no deben estar autorizadas a prestar servicios de consultoría o asesoramiento. En particular, las agencias de calificación no deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de un instrumento de financiación estructurada. Sin embargo, dichas agencias deben poder prestar servicios auxiliares, siempre que ello no genere conflictos de intereses con la emisión de calificaciones crediticias.

(23) Las agencias de calificación crediticia deben emplear métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos y constantes y que puedan ser validados, incluida la experiencia histórica adecuada y la simulación retrospectiva. No obstante, este requisito no debe en ningún caso justificar una injerencia por parte de las autoridades competentes y de los Estados miembros en el contenido de la calificación crediticia o la metodología utilizada. Del mismo modo, el requisito de que las agencias de calificación revisen las calificaciones al menos una vez al año no debe poner en peligro la obligación de dichas agencias de calificación crediticia de someter a un control y revisión permanentes las calificaciones crediticias cuando sea necesario. Estos requisitos no deben aplicarse de manera que impidan la entrada de nuevas agencias de calificación crediticia en el mercado.

(24) Las calificaciones crediticias deben estar sólidamente fundadas y motivadas para evitar arbitrajes de calificación.

(25) Las agencias de calificación crediticia deben hacer pública la información sobre los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia. El nivel de detalle de la información difundida sobre los modelos debe permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias recibir una información adecuada para poder actuar con la debida diligencia al valorar si confían o no en dichas calificaciones crediticias. Sin embargo, la información divulgada sobre modelos no debe revelar información comercial reservada ni obstaculizar seriamente la innovación.

(26) Las agencias de calificación crediticia deben adoptar políticas y procedimientos internos apropiados en relación con los empleados y otras personas que intervengan en el proceso de calificación, a fin de descubrir, eliminar o gestionar y comunicar los conflictos de intereses y velar, en todo momento, por la calidad, solidez y rigor del proceso de calificación y de revisión crediticias. Estas políticas y procedimientos deben incluir, en particular, los mecanismos de control interno y la función de cumplimiento.

(27) Las agencias de calificación crediticia deben evitar las situaciones de conflicto de intereses y gestionar tales conflictos adecuadamente cuando resulten ineludibles, al objeto de garantizar su independencia. Las agencias de calificación deben informar de los conflictos de intereses en tiempo oportuno. Asimismo, deben conservar constancia documental de

todos los riesgos significativos que pesen sobre su independencia y la de los empleados y otras personas que intervengan en el proceso de calificación crediticia, así como de las medidas de protección aplicadas para mitigar esos riesgos.

(28) Las agencias de calificación crediticia o los grupos de agencias de calificación crediticia deben disponer lo necesario para garantizar la buena gobernanza empresarial. Al definir sus disposiciones en materia de gobernanza empresarial, las agencias de calificación crediticia o los grupos de agencias de calificación crediticia deben tener presente la necesidad de garantizar la emisión de calificaciones independientes, objetivas y de calidad adecuada.

(29) Al objeto de garantizar la independencia del proceso de calificación crediticia frente a los intereses comerciales de la agencia de calificación crediticia en su calidad de empresa, estas agencias deben garantizar la independencia de como mínimo un tercio de los miembros del consejo de administración o de supervisión, pero no menos de dos de dichos miembros, de conformidad con la sección III, punto 13, de la Recomendación 2005/162/CE de la Comisión, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa. Asimismo, es necesario que la mayoría de los altos directivos, incluidos todos los miembros independientes, posean suficientes conocimientos técnicos en los ámbitos apropiados relacionados con los servicios financieros. La persona responsable de la verificación del cumplimiento debe informar periódicamente sobre la ejecución de sus deberes a los altos directivos y a los miembros independientes del consejo de administración o supervisión.

(30) Al objeto de evitar conflictos de intereses, la retribución de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión no debe supeditarse a los resultados comerciales de la agencia de calificación crediticia.

(31) Las agencias de calificación crediticia deben asignar a las actividades de calificación crediticia un número suficiente de empleados dotados de conocimientos y experiencia adecuados. En particular, las agencias de calificación deben garantizar que la actividad de emisión de calificaciones y el seguimiento y actualización de las mismas cuente con recursos humanos y financieros suficientes.

(32) A fin de tener en cuenta las condiciones específicas de las agencias de calificación crediticia que tengan menos de 50 empleados, las autoridades competentes deben tener la posibilidad de eximir a dichas agencias de algunas de las obligaciones establecidas en el presente Reglamento en lo que se refiere al papel de los miembros independientes del consejo de administración, la función de cumplimiento y el mecanismo de rotación, y siempre que dichas agencias puedan demostrar que cumplen las condiciones específicas. Las autoridades competentes deben examinar, en particular, si el tamaño de una agencia de calificación crediticia ha sido determinado para evitar el cumplimiento de los requisitos del presente Reglamento por parte de la agencia de calificación crediticia o de un grupo de agencias de calificación crediticia. Las autoridades competentes de los Estados miembros deben aplicar estas excepciones de tal forma que se evite el riesgo de frag-

mentación del mercado interior y se garantice la aplicación uniforme del Derecho comunitario.

(33) El mantenimiento de relaciones prolongadas con las entidades calificadas o terceros vinculados puede ir en detrimento de la independencia de los analistas de calificaciones y de las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias. Por ello, esos analistas y personas deben estar sujetos a un mecanismo de rotación adecuado que dé lugar a cambios graduales en los equipos de análisis y en los comités de calificación crediticia.

(34) Las agencias deben garantizar que los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, utilizados para determinar las calificaciones crediticias sean adecuadamente mantenidos, actualizados y revisados en profundidad periódicamente y que se publiquen sus descripciones de manera que sea posible un examen exhaustivo. Cuando la falta de datos fiables o la complejidad de la estructura de un nuevo tipo de instrumento financiero, en particular cuando se trate de instrumentos de financiación estructurada, planteen serias dudas en cuanto a la fiabilidad de la calificación crediticia que pueda emitir la agencia de calificación, esta no debe emitir calificación crediticia alguna o retirar una calificación crediticia existente. Las modificaciones de la calidad de la información disponible para supervisar una calificación existente deben darse a conocer en el marco de dicho examen, así como, en su caso, procederse a una revisión de la calificación de que se trate.

(35) Para garantizar la calidad de las calificaciones crediticias, las agencias de calificación crediticia deben adoptar medidas que garanticen que la información que utilizan para asignar sus calificaciones crediticias es fiable. A estos efectos, las agencias de calificación deben tener la posibilidad de prever, entre otras cosas, el respaldo de estados financieros e información publicada que hayan sido objeto de una auditoría independiente; una verificación efectuada a través de terceros que gocen de reconocido prestigio; un examen por muestreo al azar de la información recibida, efectuado por la propia agencia, o disposiciones contractuales que estipulen claramente la responsabilidad que recae sobre la entidad calificada o terceros vinculados, en caso de que faciliten a sabiendas información sustancialmente falsa o de que la entidad calificada o terceros vinculados no lleve a cabo los procesos de debida diligencia adecuados en relación con la exactitud de la información, según se especifique en las cláusulas del contrato.

(36) El presente Reglamento no afecta a la obligación de las agencias de calificación crediticia de proteger el derecho a la intimidad de las personas físicas con relación al tratamiento de los datos personales de conformidad con la Directiva 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos.

(37) Es preciso que las agencias de calificación crediticia establezcan procedimientos adecuados para revisar periódicamente los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales de calificación utilizados por las agencias de calificación crediticia, con el fin de adaptarlos adecuadamente a la evolución de los mercados de los activos subyacentes. En aras de la trans-

parencia, toda modificación sustancial de los métodos y las prácticas, los procedimientos y los procesos de las agencias de calificación crediticia debe divulgarse antes de su aplicación, salvo cuando debido a condiciones extremas de mercado sea preciso modificar la calificación crediticia de forma inmediata.

(38) Las agencias de calificación crediticia deben realizar las oportunas advertencias de riesgo, así como un análisis de sensibilidad de las hipótesis pertinentes. Ese análisis debe explicar de qué modo diversos cambios registrados en el mercado y que afectan a los parámetros integrados en el modelo pueden influir en la variación de la calificación crediticia (por ejemplo, la volatilidad). Las agencias de calificación crediticia deben garantizar que la información sobre las tasas históricas de incumplimiento de sus categorías de calificación sea verificable y cuantificable y aporte a los interesados fundamentos suficientes para comprender los resultados históricos de cada categoría de calificación y apreciar si dichas categorías han cambiado y, en su caso, de qué modo. Si, debido a la naturaleza de la calificación crediticia o a otras circunstancias, la tasa histórica de morosidad resulta inapropiada o estadísticamente inválida, o puede de alguna otra forma inducir a error a quienes utilicen la calificación crediticia, la agencia de calificación debe realizar las oportunas aclaraciones. En la medida de lo posible, esta información ha de permitir la comparación con los posibles modelos existentes en el sector, a fin de facilitar al inversor la comparación entre los resultados de diferentes agencias de calificación crediticia.

(39) Con el fin de reforzar la transparencia de las calificaciones crediticias y contribuir a la protección de los inversores, el CERV debe mantener un registro central en el que debe guardarse información sobre el comportamiento anterior de las agencias de calificación crediticia y las calificaciones crediticias emitidas en el pasado. Las agencias de calificación crediticia deben facilitar la información a este registro en un formato estándar. El CERV debe poner esa información a disposición del público y publicar un resumen anual de los principales cambios observados.

(40) En determinadas circunstancias, los instrumentos de financiación estructurada pueden tener efectos que difieren de los de los instrumentos tradicionales de deuda de las empresas. Aplicar las mismas categorías de calificaciones a ambos tipos de instrumentos, sin ofrecer explicaciones adicionales, puede inducir a error a los inversores. Las agencias de calificación crediticia tienen una función importante que desempeñar a la hora de hacer que los usuarios de las calificaciones crediticias sean conscientes de las características que distinguen los productos de financiación estructurada de los productos tradicionales. Por consiguiente, las agencias de calificación crediticia deben diferenciar claramente entre las categorías de calificaciones utilizadas para los instrumentos de financiación estructurada, por un lado, y las categorías de calificaciones utilizadas para otros instrumentos financieros u obligaciones financieras, por otro, añadiendo un símbolo adecuado a la categoría de calificación.

(41) Las agencias de calificación crediticia deben adoptar medidas para evitar situaciones en las que los emisores soliciten a diversas agencias de calificación la valoración crediticia preliminar del instrumento de financiación estructurada, con objeto de determinar cuál de ellas ofrece la mejor califi-

cación con respecto a ese instrumento. Del mismo modo, también los emisores deben evitar tales prácticas.

(42) Las agencias de calificación crediticia deben conservar constancia documental de los métodos empleados en las calificaciones crediticias y actualizar periódicamente los cambios en aquellos, y conservar asimismo constancia documental de los elementos principales del diálogo que tenga lugar entre el analista de calificaciones y la entidad calificada o terceros a ella vinculados.

(43) A fin de velar por que los inversores y los consumidores mantengan un elevado nivel de confianza en el mercado interior, las agencias de calificación crediticia que emitan calificaciones crediticias en la Comunidad deben estar sujetas a inscripción en un registro. Este registro es el principal requisito previo para que las agencias de calificación crediticia emitan calificaciones destinadas a ser utilizadas a efectos de regulación en la Comunidad. Resulta, por tanto, necesario establecer las condiciones armonizadas y el procedimiento para la inscripción, suspensión y baja registrales.

(44) El presente Reglamento no debe sustituir al proceso de reconocimiento de las Agencias de Calificación Externas (ECAI) establecido de conformidad con la Directiva 2006/48/CE. Las ECAI ya reconocidas en la Comunidad deben solicitar su registro con arreglo al presente Reglamento.

(45) Las agencias de calificación crediticia que hayan sido registradas por la autoridad competente de un Estado miembro deben estar autorizadas a emitir calificaciones en toda la Comunidad. Resulta, por tanto, necesario disponer que exista un procedimiento único de inscripción registral para cada agencia de calificación que sea efectivo en toda la Comunidad. La inscripción de una agencia de calificación crediticia en el registro debe ser efectiva una vez que la decisión de inscripción en el registro emitida por la autoridad competente del Estado miembro de origen haya entrado en vigor con arreglo a la legislación nacional aplicable.

(46) Es necesario implantar un punto único de entrada para la presentación de las solicitudes de registro. Resulta oportuno que el CERV reciba las solicitudes de registro e informe convenientemente a las autoridades competentes de todos los Estados miembros. Además, el CERV debe prestar asesoramiento a la autoridad competente del Estado miembro de origen sobre si la solicitud está completa. Las solicitudes de registro deben ser examinadas por las autoridades nacionales competentes. A fin de gestionar adecuadamente cuanto se relacione con las agencias de calificación crediticia, las autoridades competentes deben establecer redes operativas («colegios») que cuenten con una infraestructura informática eficaz. El CERV debe crear un subcomité especializado en las calificaciones crediticias de cada una de las clases de activos calificados por las citadas agencias.

(47) Algunas agencias de calificación crediticia están integradas por varias entidades jurídicas que, juntas, forman un grupo de agencias de calificación crediticia. Al registrar las diferentes agencias de calificación que integran el grupo, las autoridades competentes de los Estados miembros afectados deben coordinar el examen de las solicitudes presentadas por las agencias de calificación crediticia que pertenecen

al mismo grupo y el proceso decisorio en relación con la concesión del alta registral. No obstante, debe existir la posibilidad de denegar el registro a una agencia de calificación crediticia en el seno de un grupo de agencias de calificación crediticia cuando dicha agencia no cumpla los requisitos para efectuar el registro y otros miembros del grupo sí cumplan todos los requisitos en materia de registro de conformidad con el presente Reglamento. Dado que no deben concederse al colegio facultades para emitir decisiones jurídicamente vinculantes, las autoridades competentes de los Estados miembros de origen de los miembros del grupo de agencias de calificación crediticia deben emitir una decisión individual respecto a la agencia de calificación crediticia establecida en el territorio del Estado miembro de que se trate.

(48) El colegio debe representar la plataforma efectiva para un intercambio de información de supervisión entre autoridades competentes, la coordinación de sus actividades y las medidas de supervisión necesarias para la efectiva supervisión de las agencias de calificación crediticia. En particular, el colegio debe facilitar el control del cumplimiento de las condiciones de refrendo de las calificaciones crediticias emitidas en terceros países, la certificación, los acuerdos de subcontratación y las exenciones previstas en el presente Reglamento. Las actividades del colegio deben contribuir a la armonización de la aplicación de las normas previstas en el presente Reglamento y a la convergencia de las prácticas de supervisión.

(49) Para reforzar la coordinación en la práctica de las actividades del colegio, sus miembros deben elegir entre ellos un facilitador. El facilitador debe presidir las reuniones del colegio, establecer por escrito sus disposiciones de coordinación y coordinar las acciones del colegio. Durante el proceso de registro, el facilitador debe valorar la necesidad de ampliar el plazo de examen de las solicitudes, coordinar dicho examen y servir de enlace con el CERV.

(50) En noviembre de 2008, la Comisión creó un grupo de alto nivel encargado de examinar la futura configuración del régimen de supervisión de la Unión Europea en el ámbito de los servicios financieros, entre otras cosas la función del CERV.

(51) El régimen de supervisión existente no debe considerarse una solución a largo plazo para la supervisión de las agencias de calificación crediticia. Los colegios de autoridades competentes, de los que se espera racionalicen la cooperación en materia de supervisión y la convergencia en este ámbito en la Comunidad, son un paso positivo importante, pero puede que no presenten todas las ventajas de una supervisión más consolidada del sector de la calificación crediticia. La crisis en los mercados financieros internacionales ha demostrado claramente que conviene seguir examinando la necesidad de reformar en profundidad el modelo regulador y de supervisión del sector financiero comunitario. Para alcanzar el nivel necesario de convergencia y de cooperación en materia de supervisión en la Comunidad y reforzar la estabilidad del sistema financiero, son extremadamente necesarias reformas adicionales en profundidad del modelo regulador y de supervisión del sector financiero comunitario, que deben ser propuestas rápidamente por la Comisión, teniendo debidamente en cuenta las conclusiones presentadas el 25 de febrero de 2009 por el grupo de expertos presidido por Jacques de Larosière. La Comisión debe informar lo antes posi-

ble y, en cualquier caso, antes del 1 de julio de 2010, al Parlamento Europeo, al Consejo y a las demás instituciones interesadas sobre los resultados a este respecto y debe presentar las propuestas legislativas necesarias para corregir las deficiencias detectadas en las disposiciones sobre coordinación y cooperación en materia de supervisión.

(52) Debe examinarse la posibilidad de introducir cambios significativos en el régimen de refrendo, en los acuerdos de subcontratación y en la apertura y el cierre de sucursales, entre otros aspectos, como modificaciones sustanciales de las condiciones relativas al registro inicial de una agencia de calificación crediticia.

(53) Las agencias de calificación crediticia deben ser supervisadas por las autoridades competentes del Estado miembro de origen en colaboración con las autoridades competentes de los demás Estados miembros, a través del colegio pertinente y con una implicación adecuada del CERV.

(54) La capacidad de la autoridad competente del Estado miembro de origen y de otros miembros del colegio pertinente de evaluar y de controlar el cumplimiento, por parte de una agencia de calificación crediticia, de las obligaciones derivadas del presente Reglamento no debe estar limitada por los acuerdos de subcontratación que celebre la agencia de calificación crediticia. En caso de recurso a acuerdos de subcontratación, dicha agencia debe seguir siendo responsable de todas las obligaciones contraídas en virtud del presente Reglamento.

(55) A fin de que los inversores y los consumidores conserven un elevado nivel de confianza y para poder supervisar permanentemente las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad, las agencias de calificación crediticia cuyo domicilio social esté situado fuera de la Comunidad deben estar obligadas a establecer una filial en esta, de modo que las actividades que ejerzan en la Comunidad puedan ser supervisadas eficazmente y pueda utilizarse eficazmente el régimen de refrendo. Debe alentarse, asimismo, la aparición de nuevos participantes en el mercado de las agencias de calificación crediticia.

(56) Conviene que las autoridades competentes puedan utilizar las facultades definidas en el presente Reglamento en relación con las agencias de calificación crediticia, las personas que participan en las actividades de calificación crediticia, las entidades calificadas o los terceros vinculados, aquellos terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado algunas de sus funciones o actividades, u otras personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias o con las actividades de calificación crediticia. Entre estas personas debe incluirse a los accionistas o a los miembros de los consejos de administración o supervisión de las agencias de calificación crediticia y de las entidades calificadas.

(57) Las disposiciones recogidas en el presente Reglamento en relación con los honorarios por supervisión no deben afectar a las disposiciones correspondientes de las legislaciones nacionales que rijan los honorarios de supervisión o similares.

(58) Resulta oportuno crear un mecanismo que garantice el cumplimiento efectivo del presente Reglamento. Las autoridades competentes de los Estados miembros deben disponer de

los medios necesarios para garantizar que las calificaciones emitidas en la Comunidad se emitan de conformidad con el presente Reglamento. El recurso a estas medidas de supervisión debe coordinarse siempre dentro del colegio pertinente. Deben adoptarse medidas como la baja registral o la suspensión de la utilización a efectos de regulación de las calificaciones crediticias en aquellos casos en que se consideren proporcionadas a la importancia del incumplimiento de las obligaciones derivadas del presente Reglamento. En el ejercicio de sus competencias de supervisión, las autoridades competentes deben tener debidamente en cuenta los intereses de los inversores y la estabilidad del mercado. Es preciso preservar la independencia de las agencias de calificación crediticia durante el proceso de emisión de las calificaciones, por lo que ni las autoridades competentes ni los Estados miembros deben interferir en lo que atañe a la sustancia de dichas calificaciones y los métodos empleados por la agencia para efectuarlas para no comprometer las calificaciones crediticias. En caso de que una agencia de calificación crediticia se vea sometida a presiones, debe notificarlo a la Comisión y al CERV. La Comisión debe examinar caso por caso si se deben adoptar medidas adicionales contra el Estado miembro en cuestión por incumplimiento de sus obligaciones con arreglo al presente Reglamento.

(59) Es deseable que se garantice que el proceso decisorio previsto en el presente Reglamento se base en la estrecha cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros y, por tanto, las decisiones de registro deben adoptarse de forma consensuada. Se trata de un requisito previo necesario para que el proceso de inscripción en el registro resulte eficaz y el ejercicio de las tareas de supervisión sea adecuado. El proceso decisorio debe ser eficaz, rápido y consensuado.

(60) En aras de una supervisión eficiente y a fin de impedir la duplicación de tareas, las autoridades competentes de los Estados miembros deben cooperar entre sí.

(61) Resulta, asimismo, importante prever el intercambio de información entre las autoridades competentes encargadas de la supervisión de las agencias de calificación crediticia en virtud del presente Reglamento y las autoridades competentes encargadas de la supervisión de las entidades financieras prevista en el presente Reglamento, en particular con las autoridades competentes encargadas de la supervisión prudencial o las encargadas de la estabilidad financiera en los Estados miembros.

(62) Las autoridades competentes de los Estados miembros distintas de la autoridad competente del Estado miembro de origen deben poder intervenir y adoptar las medidas de supervisión oportunas, tras haber informado al CERV y a la autoridad competente del Estado miembro de origen y haber consultado al colegio pertinente, si han comprobado que una agencia de calificación crediticia registrada cuyas calificaciones se utilizan en su territorio está incumpliendo las obligaciones derivadas del presente Reglamento.

(63) A menos que el presente Reglamento establezca un procedimiento específico en lo que se refiere al registro, la certificación o la baja registral, la adopción de medidas de supervisión o el ejercicio de las competencias de supervisión, debe ser de aplicación la legislación nacional que rige dichos pro-

cedimientos, incluidos los regímenes lingüísticos, el secreto profesional y el privilegio de confidencialidad, y no deben menoscabarse los derechos de las agencias de calificación crediticia ni de otras personas en virtud de dicha legislación.

(64) Es necesario aumentar la convergencia de las facultades con que cuentan las autoridades competentes a fin de lograr un grado de cumplimiento equivalente en todo el mercado interior.

(65) El CERV debe velar por la aplicación coherente del presente Reglamento. Debe potenciar y facilitar la cooperación y la coordinación de las autoridades competentes en materia de actividades de supervisión y adoptar orientaciones cuando resulte apropiado. En consecuencia, el CERV debe establecer un mecanismo de mediación y evaluación inter pares que facilite un enfoque coherente por parte de las autoridades competentes.

(66) Los Estados miembros deben establecer normas relativas a las sanciones aplicables a los supuestos de infracción de las disposiciones del presente Reglamento y velar por su ejecución. Dichas sanciones deben ser efectivas, proporcionadas y disuasorias y cubrir, como mínimo, los casos de falta profesional grave y aquellos en los que se haya actuado con negligencia. Los Estados miembros deben tener la posibilidad de adoptar sanciones administrativas o penales. El CERV debe adoptar unas líneas directrices en materia de convergencia de las prácticas relacionadas con dichas sanciones.

(67) Todo intercambio o comunicación de información entre las autoridades competentes, otras autoridades, organismos o personas debe realizarse con arreglo a las disposiciones relativas a la transmisión de datos de naturaleza personal previstas en la Directiva 95/46/CE.

(68) El presente Reglamento debe incluir asimismo normas de intercambio de información con las autoridades competentes de terceros países, en particular las responsables de la supervisión de las agencias de calificación crediticia que intervienen en el refrendo y la certificación.

(69) Sin perjuicio de la aplicación de esta legislación comunitaria, cualquier reclamación contra una agencia de calificación crediticia por incumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento debe hacerse de conformidad con la legislación nacional aplicable en materia de responsabilidad civil.

(70) Procede aprobar las medidas necesarias para la ejecución del presente Reglamento con arreglo a la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión.

(71) Conviene, en particular, conferir competencias a la Comisión para que, teniendo en cuenta la evolución de la situación internacional, modifique los anexos I y II, que establecen los criterios específicos que han de aplicarse para evaluar si una agencia de calificación crediticia cumple con sus obligaciones en lo que atañe a la organización interna, las normas de funcionamiento, las normas aplicables a sus empleados, la presentación de las calificaciones crediticias y la divulgación de información, y para que especifique o

modifique los criterios para determinar la equivalencia del marco jurídico regulador y de supervisión de los terceros países con las disposiciones del presente Reglamento. Dado que estas medidas son de alcance general y destinadas a modificar elementos no esenciales del presente Reglamento, incluso completándolo con nuevos elementos no esenciales, deben adoptarse de conformidad con el procedimiento de reglamentación con control previsto en el artículo 5 bis de la Decisión 1999/468/CE.

(72) Para tener en cuenta la evolución de los mercados financieros, la Comisión debe presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo donde se evalúe la aplicación del presente Reglamento y, en particular, la fiabilidad normativa referente a la calificación crediticia y la idoneidad de la remuneración de la agencia de calificación crediticia por parte de la entidad calificada. A la luz de esta evaluación, la Comisión debe presentar propuestas legislativas adecuadas.

(73) La Comisión debe presentar asimismo al Parlamento Europeo y al Consejo un informe donde se examinen los incentivos para que los emisores recurran a las agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad para algunas de sus calificaciones, las posibles alternativas al modelo «el emisor paga», y la convergencia de las normas nacionales sobre incumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento. A la luz de esta evaluación, la Comisión debe presentar propuestas legislativas adecuadas.

(74) La Comisión debe presentar asimismo al Parlamento Europeo y al Consejo un informe donde se analice la evolución del marco regulador y de supervisión para las agencias de calificación crediticia de terceros países y los efectos de dicha evolución y de las disposiciones transitorias a que se refiere el presente Reglamento sobre la estabilidad de los mercados financieros de la Comunidad.

(75) Dado que el objetivo del presente Reglamento, a saber, garantizar un elevado nivel de protección de los consumidores y de los inversores, estableciendo un marco común en relación con la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en el mercado interior, no puede ser alcanzado de manera suficiente por los Estados miembros, dada la escasa legislación nacional en la materia y que la mayoría de las agencias de calificación crediticia están establecidas fuera de la Comunidad, y, por consiguiente, puede lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. De conformidad con el principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, el presente Reglamento no excede de lo necesario para alcanzar dicho objetivo.

HAN ADOPTADO EL PRESENTE REGLAMENTO:

TÍTULO I

OBJETO, ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES

Artículo 1. Objeto

El presente Reglamento introduce un planteamiento regulador común para mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la fiabilidad de las

actividades de calificación, contribuyendo así a la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad y por ende al correcto funcionamiento del mercado interior, y alcanzando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores. Establece condiciones para la emisión de calificaciones crediticias y normas relativas a la organización y actuación de las agencias de calificación crediticia, a fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses.

Artículo 2. Ámbito de aplicación

1. El presente Reglamento se aplicará a las calificaciones crediticias que sean emitidas por agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad y que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción.

2. El presente Reglamento no se aplicará a:

a) las calificaciones crediticias privadas emitidas en respuesta a un encargo individual y que se faciliten exclusivamente a la persona que las encargó y que no estén destinadas a la divulgación pública ni a la distribución mediante suscripción;

b) las calificaciones crediticias, los sistemas de calificación crediticia o las evaluaciones similares relativas a obligaciones derivadas de relaciones de consumidores, comerciales o industriales;

c) las calificaciones crediticias establecidas por las agencias de crédito a la exportación de conformidad con el anexo VI, parte 1, punto 1.3, de la Directiva 2006/48/CE, o

d) las calificaciones crediticias que sean emitidas por los bancos centrales y que:

i) no sean pagadas por la entidad calificada,

ii) no se hagan públicas,

iii) se emitan de acuerdo con los principios, normas y procedimientos que garanticen la integridad e independencia adecuadas de las actividades de calificación crediticia como se contempla en el presente Reglamento, y

iv) no guarden relación con instrumentos financieros emitidos por los Estados miembros de los correspondientes bancos centrales.

3. Las agencias de calificación crediticia solicitarán su registro con arreglo al presente Reglamento como condición de su reconocimiento como Agencias de Calificación Externas (ECAI), de conformidad con el anexo VI, parte 2, de la Directiva 2006/48/CE, a menos que solo emitan las calificaciones crediticias mencionadas en el apartado 2.

4. A fin de garantizar la aplicación uniforme del apartado 2, letra d), la Comisión podrá, a petición de un Estado miembro, de conformidad con el procedimiento de reglamentación contemplado en el artículo 38, apartado 3, y con los criterios establecidos en el apartado 2, letra d), del presente artículo, adoptar una decisión por la que declare que un banco central entra

en el ámbito de aplicación de dicha letra y que, en consecuencia, sus calificaciones crediticias quedan exentas de la aplicación del presente Reglamento.

La Comisión publicará en su sitio web la lista de los bancos centrales que entran en el ámbito de aplicación del apartado 2, letra d), del presente artículo.

Artículo 3. Definiciones

1. A efectos del presente Reglamento, se entenderá por:

a) «calificación crediticia»: un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación;

b) «agencia de calificación crediticia»: una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional;

c) «Estado miembro de origen»: el Estado miembro en que la agencia de calificación crediticia tenga su domicilio social;

d) «analista de calificaciones»: una persona que desempeña las funciones analíticas necesarias para la emisión de una calificación crediticia;

e) «analista de calificaciones principal»: una persona que asuma la responsabilidad principal de elaborar una calificación crediticia o de comunicarse con el emisor en todo lo relacionado con una calificación crediticia concreta o, en general, con la calificación crediticia de un instrumento financiero emitido por dicho emisor y, si procede, de elaborar recomendaciones sobre dicha calificación para presentarlas al comité calificador;

f) «entidad calificada»: una persona jurídica cuya solvencia se califica, explícita o implícitamente, a través de la calificación crediticia, con independencia de que haya solicitado o no dicha calificación y de que haya facilitado o no información para la misma;

g) «fines reglamentarios»: el uso de calificaciones crediticias con el propósito específico de cumplir el Derecho comunitario, tal como haya sido incorporado a la legislación de los Estados miembros;

h) «categoría de calificación»: un símbolo, como por ejemplo una letra o número que puede ir acompañado de caracteres identificativos añadidos, utilizado en calificación crediticia para proporcionar una medida relativa del riesgo a fin de distinguir las diferentes características de riesgo de los tipos de entidades, emisores e instrumentos financieros u otros activos calificados;

i) «tercero vinculado»: el originador, estructurador, patrocinador, administrador o cualquier otro interesado que interactúe con una agencia de calificación crediticia por cuenta de

una entidad calificada, incluida cualquier persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con dicha entidad calificada;

j) «control»: la relación existente entre una empresa matriz y una filial, tal y como se describe en el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas, o una relación estrecha entre cualquier persona física o jurídica y una empresa;

k) «instrumentos financieros»: los instrumentos enumerados en el anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros;

l) «instrumento de financiación estructurada»: un instrumento financiero u otro activo resultante de una operación o mecanismo de titulización según se contempla en el artículo 4, punto 36, de la Directiva 2006/48/CE;

m) «grupo de agencias de calificación crediticia»: un grupo de empresas establecido en la Comunidad integrado por una empresa matriz y sus filiales según lo previsto en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, así como las empresas vinculadas entre sí según lo contemplado en el artículo 12, apartado 1, de la Directiva 83/349/CEE, y cuya ocupación incluya emitir calificaciones crediticias. A efectos del artículo 4, apartado 3, letra a), el grupo de agencias de calificación crediticia incluirá también las agencias de calificación crediticia establecidas en terceros países;

n) «alta dirección»: la persona o personas que dirigen efectivamente las operaciones de la agencia de calificación crediticia y el miembro o miembros de su consejo de administración o de supervisión;

o) «actividades de calificación crediticia»: el análisis de datos e información y la evaluación, aprobación, emisión y revisión de las calificaciones crediticias.

p) (1) «autoridades competentes»: las autoridades designadas por cada Estado miembro, de conformidad con el artículo 22;

q) (2) «legislación sectorial»: los actos jurídicos de la Unión a que se refiere el artículo 4, apartado 1, párrafo primero;

r) (3) «autoridades sectoriales competentes»: las autoridades nacionales competentes designadas con arreglo a la legislación sectorial pertinente para la supervisión de las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros de vida, las empresas de seguros no de vida, las empresas de reaseguros, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), los fondos de pensiones de empleo y los fondos de inversión alternativa.

2. A efectos del apartado 1, letra a), no se considerarán calificaciones crediticias:

(1) Inciso p añadido por RGT UE 513/2011.

(2) Inciso q añadido por RGT UE 513/2011.

(3) Inciso r añadido por RGT UE 513/2011.

a) las recomendaciones en el sentido del artículo 1, punto 3, de la Directiva 2003/125/CE de la Comisión;

b) los informes de inversiones, como se definen en el artículo 24, apartado 1, de la Directiva 2006/73/CE y otras formas de recomendación general como «compre», «venda» o «conservar» en relación con transacciones de instrumentos financieros y obligaciones financieras, o

c) las opiniones sobre el valor de un instrumento financiero de una obligación financiera.

Artículo 4. Utilización de calificaciones crediticias

1. (4) Las entidades de crédito tal como se definen en la Directiva 2006/48/CE, las empresas de inversión tal como se definen en la Directiva 2004/39/CE, las empresas de seguros sujetas a la primera Directiva 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio, las empresas de seguros tal como se definen en la Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida, las empresas de reaseguros tal como se definen en la Directiva 2005/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, sobre el reaseguro, los OICVM tal como se definen en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), los fondos de pensiones de empleo tal como se definen en la Directiva 2003/41/CE y los fondos de inversión alternativa solo podrán utilizar con fines reglamentarios calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por agencias de calificación crediticia establecidas en la Unión y registradas de conformidad con el presente Reglamento.

Si un folleto publicado de conformidad con la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (CE) n° 809/2004 contiene una referencia a una calificación o calificaciones crediticias, el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado regulado deberá garantizar que el folleto incluya también información clara y destacada sobre si dicha calificación crediticia ha sido emitida o no por una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada de conformidad con el presente Reglamento.

2. Se considerará que las agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad y registradas en virtud del presente Reglamento han emitido una calificación crediticia cuando dicha calificación crediticia se haya publicado en el sitio web de la agencia o por otros medios o se haya distribuido por suscripción o presentado o divulgado con arreglo a las obligaciones del artículo 10, indicando con claridad que la calificación crediticia ha sido refrendada de conformidad con el apartado 3 del presente artículo.

3. Una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada de conformidad con el presente Reglamento podrá refrendar una calificación crediticia emitida en un tercer país solo cuando las actividades de calificación crediticias que den lugar a la emisión de dicha calificación crediticia cumplan las siguientes condiciones:

a) que las actividades de calificación crediticias que den lugar a la emisión de la calificación crediticia que vaya a refrendarse sean realizadas total o parcialmente por la agencia de calificación crediticia refrendante o por agencias de calificación crediticia que pertenezcan al mismo grupo;

b) (5) que la agencia de calificación crediticia haya verificado y pueda demostrar de manera continuada a la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), creada por el Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo (AEVM), que la realización de actividades de calificación crediticia por parte de la agencia de calificación crediticia del tercer país que da lugar a la emisión de una calificación crediticia que ha de refrendarse cumple unos requisitos al menos tan rigurosos como los que figuran en los artículos 6 a 12;

c) (6) que la capacidad de la AEVM de evaluar y supervisar el cumplimiento, por parte de la agencia de calificación crediticia establecida en el tercer país, de los requisitos mencionados en la letra b) no esté limitada;

d) (7) que la agencia de calificación crediticia facilite, previa petición, a la AEVM toda la información necesaria para que esta pueda supervisar de manera permanente el cumplimiento de los requisitos del presente Reglamento;

e) que exista una razón objetiva para que la calificación crediticia se elabore en un tercer país;

f) que la agencia de calificación crediticia establecida en el tercer país esté autorizada o registrada y sometida a supervisión en dicho tercer país;

g) que el régimen reglamentario de dicho tercer país impida la interferencia de las autoridades competentes y de otras autoridades públicas de dicho país con el contenido de las metodologías y las calificaciones crediticias, y

h) (8) que exista un acuerdo de cooperación apropiado entre la AEVM y la autoridad de supervisión correspondiente de la agencia de calificación crediticia establecida en un tercer país. La AEVM velará por que dicho acuerdo de cooperación especifique como mínimo:

i) (9) el mecanismo para el intercambio de información entre la AEVM y la autoridad de supervisión correspondiente de la agencia de calificación crediticia establecida en un tercer país, y así como

(5) Inciso b) modificado por RGT UE 513/2011.

(6) Inciso c) modificado por RGT UE 513/2011.

(7) Inciso d) modificado por RGT UE 513/2011.

(8) Inciso h) modificado por RGT UE 513/2011.

(9) Inciso i) modificado por RGT UE 513/2011.

(4) Párrafo 1° de apartado 1 modificado por RGT UE 513/2011.

ii) (10) los procedimientos relativos a la coordinación de las actividades de supervisión para que la AEVM pueda supervisar de manera permanente las actividades de calificación crediticia cuyo resultado sea la emisión de una calificación crediticia refrendada.

4. Una calificación crediticia refrendada de conformidad con el apartado 3 se considerará como una calificación crediticia emitida por una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada de conformidad con el presente Reglamento.

Una agencia de calificación crediticia establecida en la Comunidad y registrada de conformidad con el presente Reglamento no utilizará tal refrendo con la intención de eludir los requisitos del presente Reglamento.

5. La agencia de calificación crediticia que haya refrendado las calificaciones crediticias emitidas en un tercer país, con arreglo al apartado 3, será plenamente responsable de dichas calificaciones crediticias y del cumplimiento de las condiciones a que hace referencia dicho apartado.

6. Cuando la Comisión haya reconocido, de conformidad con el artículo 5, apartado 6, el marco jurídico y de supervisión de un tercer país como equivalente a los requisitos previstos por el presente Reglamento y los acuerdos de cooperación a que se refiere el artículo 5, apartado 7, sean operativos, la agencia de calificación crediticia que refrende calificaciones emitidas en el tercer país en cuestión no estará obligada a verificar o demostrar, según proceda, que se cumple la condición prevista en el apartado 3, letra g), del presente artículo.

Artículo 5. Equivalencia y certificación basada en la equivalencia

1. Las calificaciones crediticias que se refieran a entidades establecidas o a instrumentos financieros emitidos en terceros países y que hayan sido emitidas por una agencia de calificación crediticia establecida en un tercer país podrán utilizarse en la Comunidad en virtud del artículo 4, apartado 1, sin ser refrendadas con arreglo a lo dispuesto en el artículo 4, apartado 3, a condición de que:

a) la agencia de calificación crediticia esté autorizada o registrada y sometida a supervisión en dicho tercer país;

b) la Comisión haya adoptado una decisión en materia de equivalencia de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del presente artículo, reconociendo el marco jurídico y de supervisión de un tercer país como equivalente a los requisitos previstos por el presente Reglamento;

c) los acuerdos de cooperación a los que se refiere el apartado 7 del presente artículo sean operativos;

d) las calificaciones crediticias emitidas por la agencia de calificación y las actividades de calificación de esta no sean de importancia sistémica para la estabilidad financiera o la

integridad de los mercados financieros de uno o más Estados miembros, y

e) la agencia de calificación crediticia haya sido certificada con arreglo a lo previsto en el apartado 2 del presente artículo.

2. (11) Las agencias de calificación crediticia a las que se refiere el apartado anterior podrán solicitar la certificación. La solicitud se presentará a la AEVM de conformidad con las disposiciones pertinentes del artículo 15.

3. (12) La AEVM examinará la solicitud de certificación y decidirá al respecto de conformidad con el procedimiento que establece el artículo 16. La decisión sobre la certificación se basará en los criterios recogidos en el apartado 1, letras a) a d), del presente artículo.

La decisión sobre la certificación habrá de ser notificada y publicada con arreglo a las disposiciones del artículo 18.

4. (13) La agencia de calificación crediticia a que se refiere el apartado 1 también podrá solicitar quedar exenta:

a) de la obligación de cumplir los requisitos establecidos en el anexo I, sección A, y en el artículo 7, apartado 4, sobre la base de un análisis caso por caso, si la agencia puede demostrar que dichos requisitos son desproporcionados, a la vista de la naturaleza, dimensión y complejidad de su actividad y de la naturaleza y el alcance de las calificaciones crediticias que emite;

b) de la obligación de tener presencia física en la Unión cuando dicho requisito resulte demasiado gravoso y desproporcionado a la vista de la naturaleza, dimensión y complejidad de su actividad y de la naturaleza y el alcance de las calificaciones crediticias que emite.

La agencia de calificación crediticia presentará la solicitud de exención junto con la solicitud de certificación de conformidad con las letras a) o b) del primer párrafo. Al examinar dicha solicitud, la AEVM tendrá en cuenta el tamaño de la agencia a que se refiere el apartado 1, a la vista de la naturaleza, dimensión y complejidad de su actividad y la naturaleza y el alcance de las calificaciones crediticias que emite, así como la repercusión de las calificaciones crediticias emitidas por la agencia sobre la integridad y la estabilidad financiera de los mercados financieros de uno o más Estados miembros. Sobre la base de estas consideraciones, la AEVM podrá conceder tal exención a la agencia de calificación crediticia a que se refiere el apartado 1 de conformidad con este apartado.

5. (...) (14)

6. La Comisión podrá adoptar una decisión en materia de equivalencia con arreglo al procedimiento de reglamentación contemplado en el artículo 38, apartado 3, por la que declare que el marco jurídico y de supervisión de un tercer país garan-

(10) Inciso ii) modificado por RGT UE 513/2011.

(11) Apartado 2 modificado por RGT UE 513/2011.

(12) Apartado 3 primer párrafo modificado por RGT UE 513/2011.

(13) Apartado 4 modificado por RGT UE 513/2011.

(14) Apartado 5 suprimido por RGT UE 513/2011.

tiza que las agencias de calificación crediticia autorizadas o registradas en dicho país cumplen los requisitos jurídicamente vinculantes que sean equivalentes a los requisitos derivados del presente Reglamento y están sometidos a una supervisión y un control de cumplimiento efectivos en dicho tercer país.

El marco jurídico y de supervisión de un tercer país podrá considerarse equivalente al presente Reglamento si cumple como mínimo las siguientes condiciones:

a) las agencias de calificación crediticia de dicho tercer país están sometidas a autorización o registro y a una supervisión y un control de cumplimiento efectivos de manera continuada;

b) las agencias de calificación crediticia están sometidas a normas jurídicamente vinculantes equivalentes a las establecidas en los artículos 6 a 12 y el anexo I, y

c) el régimen regulador de dicho tercer país impide la interferencia de las autoridades de supervisión y de otras autoridades públicas de dicho tercer país con el contenido de los métodos y las calificaciones crediticias.

A fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros, la Comisión adoptará, a través de actos delegados de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 bis, y sin perjuicio de las condiciones contenidas en los artículos 38 ter y 38 quater, disposiciones para precisar o modificar los criterios contemplados en el párrafo segundo, letras a), b) y c), del presente apartado (15).

7. (16) La AEVM celebrará acuerdos de cooperación con las autoridades de supervisión correspondientes de terceros países cuyos marcos jurídicos y de supervisión hayan sido considerados equivalentes al presente Reglamento según lo dispuesto en el apartado 6. En dichos acuerdos se hará constar, como mínimo:

a) el mecanismo para el intercambio de información entre la AEVM y las autoridades de supervisión correspondientes de los terceros países de que se trate, y

b) los procedimientos relativos a la coordinación de las actividades de supervisión.

8. (16) Los artículos 20 y 24 se aplicarán mutatis mutandis a las agencias de calificación crediticia certificadas y a las calificaciones crediticias emitidas por las mismas.

TÍTULO II

EMISIÓN DE CALIFICACIONES CREDITICIAS

Artículo 6. Independencia e inexistencia de conflictos de intereses

1. Las agencias de calificación crediticia adoptarán todas las medidas necesarias para velar por que la emisión de una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto

de intereses ni ninguna relación comercial, reales o potenciales, que impliquen a la propia agencia emisora de la calificación crediticia, sus administradores, analistas, empleados, cualquier otra persona física cuyos servicios estén puestos a disposición o sometidos a control de la agencia o cualquier persona que tenga, directa o indirectamente, con ella un vínculo de control.

2. A fin de garantizar el cumplimiento de lo dispuesto en el apartado 1, la agencia de calificación crediticia deberá satisfacer los requisitos fijados en el anexo I, secciones A y B.

3. (17) A petición de una agencia de calificación crediticia, la AEVM podrá eximir a una agencia de calificación crediticia del cumplimiento de los requisitos establecidos en el anexo I, sección A, puntos 2, 5 y 6, así como del artículo 7, apartado 4, si la agencia de calificación crediticia puede demostrar que dichos requisitos son desproporcionados, a la vista de la naturaleza, la dimensión y complejidad de su actividad y de la naturaleza y el alcance de las calificaciones crediticias que emite, y que:

a) la agencia de calificación crediticia tiene menos de 50 empleados;

b) la agencia de calificación crediticia ha aplicado medidas y procedimientos, en particular mecanismos de control interno, medidas en materia de notificación y medidas que garanticen la independencia de los analistas de calificaciones y de las personas que aprueban las calificaciones crediticias, garantizándose así el cumplimiento efectivo de los objetivos del presente Reglamento, y

c) el tamaño de la agencia de calificación crediticia no ha sido determinado con el propósito de que una agencia o un grupo de agencias pueda eludir el cumplimiento de los requisitos del presente Reglamento por una agencia de calificación crediticia o un grupo de agencias de calificación crediticia.

En caso de que se trate de un grupo de agencias de calificación crediticia, la AEVM velará por que al menos una de las agencias de calificación crediticia del grupo no esté exenta del cumplimiento de los requisitos establecidos en el anexo I, sección A, puntos 2, 5 y 6, y el artículo 7, apartado 4 (18).

Artículo 7. Analistas de calificaciones, empleados y otras personas que participan en la emisión de calificaciones crediticias

1. Las agencias de calificación crediticia velarán por que los analistas de calificaciones, sus empleados y cualquier persona física cuyos servicios se pongan a su disposición o bajo su control y que intervengan directamente en las actividades de calificación crediticia posean los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de las funciones atribuidas.

2. Las agencias de calificación crediticia velarán por que las personas mencionadas en el apartado 1 no estén autori-

(15) párrafo segundo del apartado 6 modificado por RGT UE 513/2011.

(16) Apartados 7 y 8 modificados por RGT UE 513/2011.

(17) Apartado 3 modificado por RGT UE 513/2011.

(18) Párrafo segundo, inciso c) del apartado 3 modificado por RGT UE 513/2011.

zadas a iniciar o participar en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad calificada, un tercero vinculado o una persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con la entidad calificada.

3. Las agencias de calificación crediticia velarán por que las personas a las que se refiere el apartado 1 cumplan los requisitos establecidos en el anexo I, sección C.

4. Las agencias de calificación crediticia establecerán un mecanismo de rotación gradual adecuado con respecto a los analistas de calificaciones y a las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias tal como se definen en el anexo I, sección C. Dicho mecanismo de rotación se llevará a cabo de manera escalonada de forma individual y no con el equipo completo.

5. La retribución y la evaluación de los resultados de los analistas de calificaciones y las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias no estarán subordinadas a la cuantía de ingresos que la agencia de calificación crediticia obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados.

Artículo 8. Métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación

1. Las agencias de calificación crediticia harán públicos los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia, tal como se definen en el anexo I, sección E, parte I, punto 5.

2. Las agencias de calificación crediticia adoptarán, aplicarán y harán cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias que emitan se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus métodos de calificación. Adoptarán cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación crediticia sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables.

3. Las agencias de calificación crediticia emplearán métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva.

4. Cuando una agencia de calificación crediticia utilice una calificación crediticia elaborada por otra agencia en relación con activos subyacentes o instrumentos de financiación estructurada, no se negará a emitir una calificación crediticia con respecto a una entidad o un instrumento financiero por el hecho de que una parte de la entidad o el instrumento hayan sido calificados, con anterioridad, por otra agencia de calificación crediticia.

Las agencias de calificación crediticia conservarán constancia documental de todos los casos en que, con ocasión de su proceso de calificación crediticia, se aparten de las calificaciones existentes emitidas por otra agencia en relación con activos subyacentes o instrumentos de financiación estructurada, justificando esa evaluación diferente.

5. Las agencias de calificación crediticia realizarán un seguimiento de sus calificaciones crediticias y revisarán sus calificaciones crediticias y sus métodos de manera permanente y al menos una vez al año, en particular, cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a una calificación crediticia. Las agencias de calificación crediticia establecerán mecanismos internos para controlar el impacto que tengan los cambios en las condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros sobre las calificaciones crediticias.

6. En el supuesto de que se modifiquen los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizados en las actividades de calificación, la agencia de calificación crediticia deberá:

a) comunicar de inmediato, valiéndose de los mismos medios de comunicación utilizados para la difusión de las calificaciones crediticias afectadas, qué calificaciones crediticias se verán probablemente afectadas;

b) revisar las calificaciones crediticias afectadas lo antes posible y, a más tardar, en los seis meses siguientes a la modificación, y mantener entretanto dichas calificaciones en observación, y

c) reevaluar todas las calificaciones crediticias que se hayan basado en tales métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación si, tras la revisión, el efecto combinado general de las modificaciones afecta a estas calificaciones crediticias.

Artículo 9. Subcontratación (19)

No se llevará a cabo la subcontratación de funciones operativas importantes de manera que ello perjudique sensiblemente a la calidad del control interno de la agencia de calificación crediticia y a la capacidad de la AEVM para controlar que la agencia de calificación crediticia cumple las obligaciones previstas en el presente Reglamento.

Artículo 10. Divulgación y presentación de las calificaciones crediticias

1. Las agencias de calificación crediticia divulgarán cualquier calificación crediticia, así como toda decisión de suspender una calificación crediticia de forma no selectiva y sin demoras. En caso de que se decida suspender una calificación crediticia, la información divulgada incluirá una motivación exhaustiva de tal decisión.

Lo dispuesto en el párrafo primero será aplicable asimismo a las calificaciones crediticias distribuidas por suscripción.

2. Las agencias de calificación crediticia velarán por que las calificaciones crediticias se presenten y traten de conformidad con los requisitos establecidos en el anexo I, sección D.

3. Cuando una agencia de calificación crediticia califique instrumentos de financiación estructurada, velará por que las

(19) Artículo 9 modificado por RGT UE 513/2011.

categorías de calificación que se atribuyan a los instrumentos de financiación estructurada estén claramente diferenciadas mediante un símbolo adicional que las distinga de las categorías utilizadas para cualquier otro tipo de entidades, instrumentos financieros u obligaciones financieras.

4. Las agencias de calificación crediticia divulgarán su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto.

5. Cuando una agencia de calificación crediticia emita una calificación crediticia no solicitada, indicará en ella de forma destacada si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado.

Las calificaciones crediticias no solicitadas se identificarán como tales.

6. (20) Las agencias de calificación crediticia no utilizarán el nombre de la AEVM ni de ninguna autoridad competente de manera que indique o sugiera refrendo o aprobación por parte de la AEVM o de toda autoridad competente de las calificaciones crediticias o de cualesquiera actividades de calificación crediticia de la agencia.

Artículo 11. Comunicaciones generales y periódicas

1. Las agencias de calificación crediticia harán totalmente pública y actualizarán de inmediato la información que se especifica en el anexo I, sección E, parte I.

2. (21) Las agencias de calificación crediticia comunicarán a un registro central establecido por la AEVM información acerca de sus resultados históricos, incluida la frecuencia de transición de las calificaciones e información sobre calificaciones crediticias emitidas en el pasado y sobre los cambios de las mismas. Las agencias de calificación crediticia facilitarán la información a este registro en un formato estándar, según lo previsto por la AEVM. La AEVM pondrá esa información a disposición del público y publicará anualmente un resumen de los principales cambios observados.

3. (22) Las agencias de calificación crediticia facilitarán anualmente a la AEVM, para el 31 de marzo, la información que se especifica en el anexo I, sección E, parte II, punto 2

Artículo 12. Informe de transparencia

Las agencias de calificación crediticia publicarán todos los años un informe de transparencia que contenga la información que se especifica en el anexo I, sección E, parte III. Las agencias de calificación crediticia publicarán su informe de transparencia a más tardar tres meses después de que con-

(20) Apartado 6 modificado por RGT UE 513/2011.

(21) Apartado 2 modificado por RGT UE 513/2011.

(22) Apartado 3 modificado por RGT UE 513/2011.

cluya cada ejercicio y velarán por que pueda consultarse en sus páginas en internet durante cinco años, como mínimo.

Artículo 13. Honorarios por comunicación pública

Las agencias de calificación crediticia no cobrarán honorarios por la información facilitada de conformidad con los artículos 8 a 12.

TÍTULO III SUPERVISIÓN DE LAS ACTIVIDADES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

CAPÍTULO I Procedimiento de registro

Artículo 14. Condiciones de registro

1. Las agencias de calificación crediticia solicitarán su registro a efectos del artículo 2, apartado 1, a condición de que sean personas jurídicas establecidas en la Comunidad.

2. (23) El registro surtirá efecto en todo el territorio de la Unión una vez que haya surtido efecto la decisión de registro de la agencia de calificación crediticia adoptada por la AEVM a tenor del artículo 16, apartado 3, o del artículo 17, apartado 3.

3. Las agencias de calificación crediticia registradas deberán cumplir en todo momento las condiciones de registro inicial.

Las agencias de calificación crediticia notificarán, sin dilaciones indebidas, a la AEVM cualquier modificación significativa de las condiciones de registro inicial, incluyendo la apertura o el cierre de una sucursal dentro de la Unión (24).

4. (25) Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 16 o 17, la AEVM procederá al registro de la agencia de calificación crediticia si llega a la conclusión, basándose en el examen de la solicitud, de que la agencia de calificación crediticia cumple las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias establecidas en el presente Reglamento, teniendo en cuenta los artículos 4 y 6.

5. (26) La AEVM no impondrá requisitos para el registro que no estén previstos en el presente Reglamento.

Artículo 15. Solicitud de registro (27)

1. La agencia de calificación crediticia presentará una solicitud de registro a la AEVM. La solicitud contendrá la información que se especifica en el anexo II.

(23) Apartado 2 modificado por RGT UE 513/2011.

(24) Párrafo 2º del apartado 3 modificado por RGT UE 513/2011.

(25) Apartado 4 modificado por RGT UE 513/2011.

(26) Apartado 5 modificado por RGT UE 513/2011.

(27) Artículo 15 modificado por RGT UE 513/2011.

2. Cuando un grupo de agencias de calificación crediticia solicite su registro, los miembros del grupo encomendarán a uno de ellos que presente todas las solicitudes a la AEVM en nombre del grupo. La agencia de calificación crediticia mandataria proporcionará la información que se especifica en el anexo II en relación con cada uno de los miembros del grupo.

3. Las agencias de calificación crediticia presentarán sus solicitudes en cualquiera de las lenguas oficiales de las instituciones de la Unión. Las disposiciones del Reglamento n° 1, de 15 de abril de 1958, por el que se fija el régimen lingüístico de la Comunidad Económica Europea (*) se aplicarán, mutatis mutandis, a cualquier otra comunicación entre la AEVM y las agencias de calificación crediticia y su personal.

4. En los veinte días laborables siguientes a su recepción, la AEVM evaluará si la solicitud está completa. Si la solicitud no está completa, la AEVM fijará un plazo para que la agencia de calificación crediticia facilite información adicional.

Una vez que se haya estimado que una solicitud está completa, la AEVM lo notificará a la agencia de calificación crediticia.

Artículo 16. Examen de la solicitud de registro de una agencia de calificación crediticia por la AEVM (28)

1. En los 45 días laborables siguientes a la notificación a que se refiere el artículo 15, apartado 4, párrafo segundo, la AEVM examinará la solicitud de registro de una agencia de calificación crediticia atendiendo al cumplimiento por parte de dicha agencia de las condiciones establecidas en el presente Reglamento.

2. La AEVM podrá ampliar el plazo de examen a 15 días laborables, en particular en el caso de que la agencia de calificación crediticia:

a) prevea refrendar calificaciones crediticias a tenor del artículo 4, apartado 3;

b) prevea recurrir a la subcontratación, o

c) solicite quedar exenta del cumplimiento de conformidad con el artículo 6, apartado 3.

3. En los 45 días laborables siguientes a la notificación a que se refiere el artículo 15, apartado 4, párrafo segundo, o en los 60 días laborables siguientes a la misma en el caso de que se aplique el apartado 2 del presente artículo, la AEVM adoptará una decisión de registro o de denegación de registro, motivada de manera exhaustiva.

4. La decisión adoptada por la AEVM en virtud del apartado 3 surtirá efecto a partir del quinto día laborable siguiente a su adopción.

(28) Artículo 16 modificado por RGT UE 513/2011.

Artículo 17. Examen de las solicitudes de registro de un grupo de agencias de calificación crediticia por la AEVM (29)

1. En los 55 días laborables siguientes a la notificación a que se refiere el artículo 15, apartado 4, párrafo segundo, la AEVM examinará la solicitud de registro de un grupo de agencias de calificación crediticia atendiendo al cumplimiento por parte de dichas agencias de las condiciones establecidas en el presente Reglamento.

2. La AEVM podrá ampliar el plazo de examen a 15 días laborables, en particular en el caso de que las agencias de calificación crediticia:

a) prevean refrendar calificaciones crediticias a tenor del artículo 4, apartado 3;

b) prevean recurrir a la subcontratación, o

c) soliciten quedar exentas del cumplimiento de conformidad con el artículo 6, apartado 3.

3. En los 55 días laborables siguientes a la notificación a que se refiere el artículo 15, apartado 4, párrafo segundo, o en los 70 días laborables siguientes a la misma en el caso de que se aplique el apartado 2 del presente artículo, la AEVM adoptará decisiones individuales de registro o de denegación de registro, motivadas de manera exhaustiva, para cada agencia de calificación crediticia del grupo.

4. La decisión adoptada por la AEVM en virtud del apartado 3 surtirá efecto a partir del quinto día laborable siguiente a su adopción.

Artículo 18. Notificación de la decisión de registro, de denegación de registro o de baja registral y publicación de la lista de agencias de calificación crediticia registradas (30)

1. En los cinco días laborables siguientes a la adopción de una decisión en virtud de los artículos 16, 17 o 20, la AEVM notificará su decisión a la agencia de calificación crediticia de que se trate. En el supuesto de que la AEVM deniegue el registro a la agencia de calificación crediticia o disponga su baja registral, motivará de manera exhaustiva su decisión.

2. La AEVM comunicará a la Comisión, a la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), establecida por el Reglamento (UE) n° 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo (**) (ABE), a la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), establecida por el Reglamento (UE) n° 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo (***) (AESPJ), a las autoridades competentes y a las autoridades sectoriales competentes cualquier decisión con arreglo a los artículos 16, 17 o 20.

(29) Artículo 17 modificado por RGT UE 513/2011.

(30) Artículo 18 modificado por RGT UE 513/2011.

3. La AEVM publicará en su sitio web una lista de las agencias de calificación crediticia registradas de conformidad con el presente Reglamento. La lista se actualizará en los cinco días laborables siguientes a la adopción de una decisión en virtud de los artículos 16, 17 o 20. La Comisión publicará mensualmente dicha lista actualizada en el Diario Oficial de la Unión Europea en los 30 días siguientes a dicha actualización.

Artículo 19. Tasas de registro y de supervisión (31)

1. La AEVM cobrará tasas a las agencias de calificación crediticia de conformidad con el presente Reglamento y con el reglamento sobre tasas a que se refiere el apartado 2. Dichas tasas cubrirán íntegramente los gastos que deba realizar la AEVM para el registro y la supervisión de las agencias de calificación crediticia y para reembolsar cualquier gasto que puedan realizar las autoridades competentes en el desarrollo de su labor con arreglo al presente Reglamento, en particular como resultado de cualquier delegación de tareas de conformidad con el artículo 30.

2. La Comisión adoptará un reglamento sobre tasas. Dicho reglamento determinará, en particular, el tipo de tasas y los conceptos por los que serán exigibles, la cuantía de las tasas, las modalidades de pago y la manera en que la AEVM reembolsará a las autoridades competentes los gastos que puedan realizar en el desarrollo de su labor con arreglo al presente Reglamento, en particular como resultado de una delegación de tareas de conformidad con el artículo 30.

La cuantía de la tasa cobrada a una agencia de calificación crediticia cubrirá todos los gastos administrativos y guardará proporción con el volumen de negocios de la agencia de calificación crediticia afectada.

La Comisión adoptará el reglamento sobre tasas mencionado en el párrafo primero a través de un acto delegado de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 bis y sin perjuicio de las condiciones contenidas en los artículos 38 ter y 38 quater.

Artículo 20. Baja registral (32)

1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 24, la AEVM procederá a la baja registral de una agencia de calificación crediticia cuando esta:

- a) renuncie expresamente al registro o no haya emitido calificación crediticia alguna en los seis meses anteriores;
- b) haya obtenido el registro valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular, o
- c) deje de cumplir las condiciones iniciales de registro.

2. Cuando la autoridad competente del Estado miembro en el que se utilicen calificaciones crediticias emitidas por la agencia de calificación crediticia afectada considere que se ha cum-

plido una de las condiciones contempladas en el apartado 1, podrá solicitar que la AEVM examine si se cumplen las condiciones para la baja registral de la agencia de calificación crediticia afectada. Si la AEVM toma la decisión de no proceder a la baja registral de la agencia de calificación crediticia afectada, la motivará de manera exhaustiva.

3. La decisión de baja registral surtirá efecto inmediato en toda la Unión, sin perjuicio del período transitorio de utilización de calificaciones crediticias a que se refiere el artículo 24, apartado 4.

CAPÍTULO II Supervisión por la AEVM (33)

Artículo 21. AEVM (34)

1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 25 bis, la AEVM velará por la aplicación del presente Reglamento.

2. De conformidad con el artículo 16 del Reglamento (UE) n° 1095/2010, la AEVM emitirá y actualizará directrices sobre la cooperación entre la AEVM, las autoridades competentes y las autoridades sectoriales competentes a efectos del presente Reglamento y de la legislación sectorial pertinente, incluidos los procedimientos y las condiciones detalladas aplicables a la delegación de tareas.

3. De conformidad con el artículo 16 del Reglamento (UE) n° 1095/2010, la AEVM emitirá o actualizará, en cooperación con la ABE y con la AESPJ, directrices sobre la aplicación del régimen de refrendo en virtud del artículo 4, apartado 3 del presente Reglamento antes del 7 de junio de 2011.

4. Antes del 2 de enero 2012 la AEVM presentará proyectos de normas técnicas de regulación para su aprobación por la Comisión, de conformidad con lo previsto en el artículo 10 del Reglamento (UE) n° 1095/2010, sobre:

a) la información que debe facilitar toda agencia de calificación crediticia al solicitar su registro, según se expone en el anexo II;

b) la información que la agencia de calificación crediticia debe facilitar para solicitar la certificación y para la evaluación de su importancia sistémica para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros, según lo contemplado en el artículo 5;

c) la presentación de la información, incluidos la estructura, el formato, el método y el período de información, que las agencias de calificación crediticia divulgarán de conformidad con el artículo 11, apartado 2, y el anexo I, sección E, parte II, punto 1;

d) la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia con los requisitos expuestos en el artículo 8, apartado 3;

e) el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán solicitar-

(31) Artículo 19 modificado por RGT UE 513/2011.

(32) Artículo 20 modificado por RGT UE 513/2011.

(33) Denominación Capítulo II modificado por RGT UE 513/2011.

(34) Artículo 21 modificado por RGT UE 513/2011.

se a las agencias de calificación crediticia a efectos de la supervisión permanente por parte de la AEVM.

5. A más tardar el 1 de enero de 2012, y posteriormente cada año, la AEVM publicará un informe sobre la aplicación del presente Reglamento. El informe incluirá, en particular, una evaluación de la aplicación del anexo I por las agencias de calificación crediticia registradas con arreglo al presente Reglamento.

6. La AEVM presentará cada año al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, un informe sobre las medidas de supervisión adoptadas y las sanciones impuestas por la AEVM en la aplicación del presente Reglamento, incluidas multas y multas coercitivas.

7. La AEVM cooperará con la ABE y con la AESPJ en el ejercicio de sus tareas y consultará con la ABE y la AESPJ a dichas Autoridades antes de publicar y actualizar orientaciones y presentar los proyectos de normas técnicas a que se refieren los apartados 2, 3 y 4.

Artículo 22. Autoridades competentes

1. A más tardar el 7 de junio de 2010, cada Estado miembro designará una autoridad competente a efectos de lo previsto en el presente Reglamento.

2. Las autoridades competentes contarán con personal suficiente y cualificado a fin de poder aplicar el presente Reglamento.

Artículo 22 bis. Verificación del cumplimiento de la obligación de simulación retrospectiva (35)

1. En el ejercicio de su supervisión permanente de las agencias de calificación crediticia registradas con arreglo al presente Reglamento, la AEVM verificará con regularidad el cumplimiento del artículo 8, apartado 3.

2. En el marco de la verificación mencionada en el apartado 1 y sin perjuicio del artículo 23, la AEVM también:

a) verificará que las agencias de calificación crediticia realizan la simulación retrospectiva;

b) analizan los resultados de esa simulación retrospectiva, y

c) verifican que las agencias de calificación crediticia cuentan con procedimientos para tener en cuenta los resultados de la simulación retrospectiva en sus métodos de calificación crediticia.

Artículo 23. No interferencia en el contenido de las calificaciones ni en las metodologías (36)

En el desempeño de sus funciones de conformidad con el presente Reglamento, la AEVM, la Comisión o las autori-

dades públicas de los Estados miembros no interferirán en el contenido de las calificaciones crediticias ni en las metodologías.

Artículo 23 bis. Ejercicio de las facultades a que se refieren los artículos 23 ter a 23 quinquies (37)

Las facultades conferidas en virtud de los artículos 23 ter a 23 quinquies a la AEVM o a cualquiera de sus agentes o demás personas acreditadas por ella no podrán ejercerse para exigir la divulgación de información o de documentos que estén amparados por el secreto profesional.

Artículo 23 ter. Solicitudes de información (38)

1. La AEVM, mediante simple solicitud o mediante decisión, podrá exigir a las agencias de calificación crediticia, a las personas que participan en las actividades de calificación, a las entidades calificadas o a terceros vinculados, a los terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado funciones o actividades operativas, y a aquellas personas que, de diversa manera, guarden una relación estrecha y sustancial con esas agencias o las actividades de calificación crediticia, que le proporcionen cuanta información sea necesaria para desempeñar sus funciones con arreglo al presente Reglamento.

2. Al enviar una simple solicitud de información con arreglo al apartado 1, la AEVM:

a) hará referencia al presente artículo como base jurídica de la solicitud;

b) indicará el propósito de la solicitud;

c) especificará qué información precisa;

d) fijará el plazo en el que habrá de serle facilitada la información;

e) informará a la persona a quien se solicite la información que dicha persona no estará obligada a facilitar esa información, pero que en caso de responderse voluntariamente a la solicitud, la información que se facilite no deberá ser incorrecta ni engañosa, e

f) indicará la multa prevista en el artículo 36 bis, en relación con el anexo III, sección II, punto 7, cuando las respuestas a las preguntas formuladas sean incorrectas o engañosas.

3. Al solicitar que se facilite información con arreglo al apartado 1 mediante decisión, la AEVM:

a) hará referencia al presente artículo como base jurídica de la solicitud;

b) indicará el propósito de la solicitud;

(35) Artículo 22 bis añadido por RGT UE 513/2011.

(36) Artículo 23 modificado por RGT UE 513/2011.

(37) Artículo 23 bis añadido por RGT UE 513/2011.

(38) Artículo 23 ter añadido por RGT UE 513/2011.

- c) especificará qué información precisa;
- d) fijará el plazo en el que habrá de serle facilitada la información;
- e) indicará las multas coercitivas previstas en el artículo 36 ter en caso de que no se facilite toda la información exigida;
- f) indicará la multa prevista en el artículo 36 bis, en relación con el anexo III, sección II, punto 7, cuando las respuestas a las preguntas formuladas sean incorrectas o engañosas, e
- g) indicará el derecho de recurrir la decisión ante la Sala de Recurso y de que la decisión sea revisada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea de conformidad con los artículos 60 y 61 del Reglamento (UE) n° 1095/2010.

4. Las personas a que se refiere el apartado 1 o sus representantes y, en el caso de las personas jurídicas o de las asociaciones sin personalidad jurídica, las personas facultadas por ley o por los estatutos para representarlas, facilitarán la información solicitada. Los abogados debidamente habilitados podrán facilitar la información en nombre de sus representados. Estos últimos seguirán respondiendo plenamente del carácter completo, exacto y no desvirtuado de las informaciones proporcionadas

5. La AEVM remitirá sin demora una copia de la solicitud simple o de su decisión a la autoridad competente del Estado miembro donde estén domiciliadas o establecidas las personas contempladas en el apartado 1 a las que se destine la solicitud de información.

Artículo 23 quater. Investigaciones generales (39)

1. A efectos del desempeño de sus funciones de conformidad con el presente Reglamento, la AEVM podrá realizar todas las investigaciones necesarias sobre las personas a que se refiere el artículo 23 ter, apartado 1. A tal fin, los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por ella estarán facultados para:

- a) examinar todos los registros, datos, procedimientos y cualquier otra documentación pertinente para la realización del cometido de la AEVM, independientemente del medio utilizado para almacenarlos;
- b) hacer u obtener copias certificadas o extractos de dichos registros, datos, procedimientos y otra documentación;
- c) convocar y pedir a las personas contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, o a sus representantes o miembros de su personal que den explicaciones orales o escritas sobre los hechos o documentos que guarden relación con el objeto y el propósito de la inspección, y registrar las respuestas;
- d) entrevistar a cualquier persona física o jurídica que acepte ser entrevistada a fin de recabar información relacionada con el objeto de una investigación;

e) requerir una relación de comunicaciones telefónicas y tráfico de datos.

2. Los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por esta para realizar las investigaciones a que se refiere el apartado 1 ejercerán sus facultades previa presentación de un mandamiento escrito que especificará el objeto y el propósito de la investigación. El mandamiento indicará, asimismo, las multas coercitivas previstas en el artículo 36 ter cuando los registros, datos, procedimientos o cualquier otra documentación que se haya exigido o las respuestas de las personas contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a las preguntas formuladas no se faciliten o sean incompletos, así como las multas previstas en el artículo 36 bis, en relación con el anexo III, sección II, punto 8, cuando las respuestas de las personas contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a las preguntas formuladas sean incorrectas o engañosas.

3. Las personas a que se refiere el artículo 23 ter, apartado 1, deberán someterse a las investigaciones iniciadas por decisión de la AEVM. La decisión precisará el objeto y el propósito de la investigación, las multas coercitivas previstas en el artículo 36 ter, las vías de recurso posibles con arreglo al Reglamento (UE) n° 1095/2010, así como el derecho a que la decisión sea revisada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

4. La AEVM informará, con suficiente antelación, de la investigación y de la identidad de las personas acreditadas a la autoridad competente del Estado miembro en cuyo territorio aquélla se vaya a llevar a cabo. A petición de la AEVM, los agentes de la autoridad competente prestarán asistencia a dichas personas acreditadas en el desempeño de su cometido. Los agentes de la autoridad competente también podrán asistir a las investigaciones si así lo solicitan.

5. Cuando, de acuerdo con la normativa nacional, la solicitud de una relación de comunicaciones telefónicas o tráfico de datos contemplada en el apartado 1, letra e), requiera un mandamiento judicial, se cursará este. Dicho mandamiento podrá cursarse asimismo como de medida cautelar.

6. Cuando se solicite el mandamiento contemplado en el apartado 5, el juez nacional verificará la autenticidad de la decisión de la AEVM y comprobará que las medidas coercitivas contempladas no son arbitrarias ni desproporcionadas en relación con el objeto de la investigación. Cuando verifique la proporcionalidad de las medidas coercitivas, el juez nacional podrá pedir a la AEVM explicaciones detalladas, en particular sobre los motivos que tenga la AEVM para sospechar que se ha infringido lo dispuesto en el presente Reglamento, así como sobre la gravedad de la infracción objeto de sospecha y la naturaleza de la implicación de la persona sujeta a medidas coercitivas. No obstante, el juez nacional no revisará la necesidad de proceder a la inspección ni exigirá que se le facilite la información que conste en el expediente de la AEVM. Se reserva al Tribunal de Justicia de la Unión Europea el control único de la legalidad de la decisión de la AEVM con arreglo al procedimiento establecido en el Reglamento (UE) n° 1095/2010.

(39) Artículo 23 quater añadido por RGT UE 513/2011.

Artículo 23 quinquies. Inspecciones in situ (40)

1. A efectos del desempeño de sus funciones de conformidad con el presente Reglamento, la AEVM podrá realizar cuantas inspecciones in situ sean necesarias en los locales de uso profesional de las personas jurídicas a que se refiere el artículo 23 ter, apartado 1. Cuando así lo requieran la propia realización y la eficacia de las inspecciones, la AEVM podrá efectuar las inspecciones in situ sin previo aviso.

2. Los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por ella para realizar inspecciones in situ podrán acceder a cualesquiera locales y terrenos de uso profesional de las personas jurídicas objeto de una decisión de investigación adoptada por la AEVM y gozarán de todas las facultades estipuladas en el artículo 23 quater, apartado 1. Asimismo, estarán facultados para precintar todos los locales y libros o registros profesionales durante el tiempo y en la medida necesarios para la inspección.

3. Los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por ella para realizar inspecciones in situ ejercerán sus poderes previa presentación de un mandamiento escrito que especificará el objeto y el propósito de la inspección, así como las multas coercitivas previstas en el artículo 36 ter cuando las personas afectadas no se sometan a la inspección. La AEVM anunciará la inspección a la autoridad competente del Estado miembro donde se vaya a llevar a cabo con suficiente antelación.

4. Las personas a que se refiere el artículo 23 ter, apartado 1, deberán someterse a las inspecciones in situ ordenadas por decisión de la AEVM. La decisión precisará el objeto y el propósito de la inspección, la fecha de su comienzo e indicará las multas coercitivas previstas en el artículo 36 ter, las vías de recurso posibles con arreglo al Reglamento (UE) n° 1095/2010, así como el derecho a que la decisión sea revisada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. La AEVM adoptará estas decisiones previa consulta de la autoridad competente del Estado miembro donde se vaya a llevar a cabo la inspección.

5. Los agentes de la autoridad competente del Estado miembro en cuyo territorio se vaya a llevar a cabo la inspección, así como las demás personas que aquella haya acreditado o designado, prestarán activamente asistencia, a petición de la AEVM, a los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por ella. A tal efecto, gozarán de las facultades previstas en el apartado 2. Los agentes de la autoridad competente del Estado miembro interesado también podrán asistir a las inspecciones in situ previa solicitud.

6. La AEVM podrá, asimismo, exigir a las autoridades competentes de los Estados miembros que lleven a cabo, por cuenta de la AEVM, tareas de investigación e inspecciones in situ específicas, con arreglo a lo previsto en el presente artículo y el artículo 23 quater, apartado 1. A tal efecto, las autoridades competentes gozarán de las mismas facultades que la AEVM según lo establecido en el presente artículo y el artículo 23 quater, apartado 1.

7. Cuando los agentes de la AEVM y demás personas acreditadas por ella que los acompañen constaten que una persona se opone a una inspección ordenada en virtud del presente artículo, la autoridad competente del Estado miembro de que se trate les prestará la asistencia necesaria, requiriendo si es preciso la acción de la policía o de una fuerza pública equivalente, para permitirles realizar su inspección in situ.

8. Cuando, de acuerdo con la normativa nacional, la inspección in situ prevista en el apartado 1 o la asistencia prevista en el apartado 7 requieran un mandamiento judicial, se cursará este. Dicho mandamiento podrá cursarse asimismo como medida cautelar.

9. Cuando se solicite el mandamiento contemplado en el apartado 8, el juez nacional verificará la autenticidad de la decisión de la AEVM y comprobará que las medidas coercitivas contempladas no son arbitrarias ni desproporcionadas en relación con el objeto de la inspección. Cuando verifique la proporcionalidad de las medidas coercitivas, el juez nacional podrá pedir a la AEVM explicaciones detalladas, en particular sobre los motivos que tenga la AEVM para sospechar que se ha infringido lo dispuesto en el presente Reglamento y sobre la gravedad de la infracción objeto de sospecha y la naturaleza de la implicación de la persona sujeta a medidas coercitivas. No obstante, el juez nacional no podrá revisar la necesidad de proceder a la inspección ni exigirá que se le facilite la información que conste en el expediente de la AEVM. Se reserva al Tribunal de Justicia de la Unión Europea el control único de la legalidad de la decisión de la AEVM con arreglo al procedimiento establecido en el Reglamento (UE) n° 1095/2010.

Artículo 23 sexies. Normas de procedimiento para la adopción de medidas de supervisión y la imposición de multas (41)

1. Cuando, en el desempeño de sus funciones de conformidad con el presente Reglamento, la AEVM encuentre indicios serios de la posible existencia de hechos que pudieran constituir una o varias de las infracciones enumeradas en el anexo III, nombrará a un agente investigador independiente perteneciente a ella para que realice una investigación. El agente investigador no estará o no deberá haber estado implicado en la supervisión directa o indirecta ni en el proceso de registro de la agencia de calificación crediticia en cuestión y ejercerá sus funciones con independencia de la Junta de Supervisores de la AEVM.

2. El agente investigador investigará las supuestas infracciones, teniendo en cuenta cualquier observación que presenten las personas investigadas, y presentará a la Junta de Supervisores de la AEVM un expediente completo de conclusiones.

A fin de desempeñar su cometido, el agente investigador podrá hacer uso de la facultad de requerir información con arreglo a lo dispuesto en el artículo 23 ter y de realizar investigaciones e inspecciones in situ con arreglo a lo dispuesto en los artículos 23 quater y 23 quinquies. Al hacer uso de esas

(40) Artículo 23 quinquies añadido por RGT UE 513/2011.

(41) Artículo 23 sexies añadido por RGT UE 513/2011.

facultades, el agente investigador se ajustará a lo dispuesto en el artículo 23 bis.

En el desempeño de su cometido, el agente investigador tendrá acceso a todos los documentos e informaciones que haya reunido la AEVM al ejercer sus actividades de supervisión.

3. Tras completar su investigación y antes de presentar a la Junta de Supervisores de la AEVM su expediente de conclusiones, el agente investigador dará a las personas investigadas la oportunidad de ser oídas acerca del objeto de la investigación. El agente investigador basará sus conclusiones en hechos acerca de los cuales las personas investigadas hayan podido expresarse.

Los derechos de defensa de las personas investigadas estarán garantizados plenamente en el curso de la investigación prevista en el presente artículo.

4. Cuando presente a la Junta de Supervisores su expediente de conclusiones, el agente investigador notificará tal hecho a las personas investigadas. Estas tendrán derecho a acceder al expediente, sin perjuicio del interés legítimo de otras personas en la protección de sus secretos comerciales. El derecho de acceso al expediente no se extenderá a la información confidencial que afecte a terceras partes.

5. Sobre la base del expediente de conclusiones del agente investigador y, cuando así lo pidieren los interesados, tras haber oído a las personas investigadas con arreglo a los artículos 25 y 36 quater, la Junta de Supervisores decidirá si las personas investigadas han cometido una o varias de las infracciones enumeradas en el anexo III y, en tal caso, adoptará una medida de supervisión con arreglo a lo dispuesto en el artículo 24 e impondrá una multa con arreglo a lo dispuesto en el artículo 36 bis.

6. El agente investigador no participará en las deliberaciones de la Junta de Supervisores ni intervendrá de ninguna otra manera en el proceso de toma de decisión de la Junta de Supervisores.

7. La Comisión adoptará nuevas normas de procedimiento para el ejercicio de la facultad de imponer multas o multas coercitivas, incluyendo disposiciones sobre los derechos de defensa, las disposiciones temporales y la recaudación de las multas o multas coercitivas, y adoptará normas detalladas sobre los plazos de prescripción para la imposición y ejecución de las sanciones.

Las normas a que se refiere el primer párrafo se adoptarán a través de actos delegados, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 bis y sin perjuicio de las condiciones contenidas en los artículos 38 ter y 38 quater.

8. La AEVM someterá a las autoridades nacionales pertinentes los asuntos propios de un proceso penal cuando, al cumplir las obligaciones que le asigna el presente Reglamento, encuentre indicios serios de la posible existencia de hechos que pudieran ser constitutivos de delito. Además, la AEVM deberá abstenerse de imponer multas o multas coercitivas cuando una sentencia absolutoria o condenatoria anterior,

resultante de hechos idénticos o de hechos que sean sustancialmente idénticos, haya adquirido carácter de cosa juzgada como resultado de un proceso penal con arreglo al derecho nacional.

Artículo 24. Medidas de supervisión de la AEVM (42)

1. Cuando, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 23 sexies, apartado 5, la Junta de Supervisores de la AEVM considere que una agencia de calificación crediticia ha cometido una de las infracciones enumeradas en el anexo III, dicha Junta adoptará una o varias de las siguientes decisiones:

a) proceder a la baja registral de la agencia de calificación crediticia;

b) prohibir temporalmente a la agencia de calificación crediticia la emisión de calificaciones crediticias con efectos en toda la Unión, hasta que se ponga fin a la infracción;

c) suspender el uso, con fines reglamentarios, de las calificaciones crediticias emitidas por la agencia de calificación crediticia con efectos en toda la Unión, hasta que se ponga fin a la infracción;

d) exigir a la agencia de calificación crediticia que ponga fin a la infracción;

e) publicar avisos.

2. Cuando adopte las decisiones a que se refiere el apartado 1, la Junta de Supervisores de la AEVM tendrá en cuenta la naturaleza y gravedad de la infracción, atendiendo a los siguientes criterios:

a) la duración y frecuencia de la infracción;

b) si la infracción ha puesto de manifiesto deficiencias graves o sistémicas en los procedimientos de la empresa o en los sistemas de gestión o controles internos;

c) si la infracción ha facilitado, provocado o contribuido de cualquier otro modo a la comisión de un delito financiero;

d) si la comisión de la infracción fue dolosa o culposa.

3. Antes de adoptar las decisiones a que se refiere el apartado 1, letras a) a c), la Junta de Supervisores de la AEVM informará de las mismas a la ABE y a la AESPJ.

4. Las calificaciones crediticias podrán seguir utilizándose, con fines reglamentarios, tras la adopción de las decisiones previstas en el apartado 1, letras a) y c), durante un plazo que no exceda de:

a) diez días laborables, desde la fecha en que se publique la decisión de la AEVM, con arreglo al apartado 5, si existen calificaciones crediticias del mismo instrumento financiero o

(42) Artículo 24 modificado por RGT UE 513/2011.

entidad emitidas por otras agencias de calificación crediticia registradas con arreglo al presente Reglamento, o

b) tres meses, desde la fecha en que se publique la decisión de la AEVM, con arreglo al apartado 5, si no existen calificaciones crediticias del mismo instrumento financiero o entidad emitidas por otras agencias de calificación crediticia registradas con arreglo al presente Reglamento.

La Junta de Supervisores de la AEVM podrá ampliar en tres meses el plazo a que se refiere el párrafo primero, letra b), en circunstancias excepcionales relacionadas con una posible perturbación del mercado o inestabilidad financiera, incluso de resultados de una petición de la ABE o de la AESPJ.

5. Sin dilaciones indebidas, la Junta de Supervisores de la AEVM notificará cualquier decisión que adopte en virtud del apartado 1 a la agencia de calificación crediticia de que se trate y comunicará tal decisión a las autoridades competentes y a las autoridades sectoriales competentes, a la Comisión, a la ABE y a la AESPJ. Hará pública tal decisión en su sitio web en los diez días laborables siguientes a la fecha en que se haya adoptado.

Al hacer pública la decisión mencionada en el párrafo primero, la Junta de Supervisores de la AEVM también dará a conocer públicamente el derecho de la agencia de calificación crediticia de que se trate de apelar la decisión, así como, en su caso, el hecho de que se haya presentado tal apelación, especificando que esta no tiene efectos suspensivos, y la posibilidad de que la Sala de Recurso suspenda la aplicación de la decisión cuestionada, de conformidad con el artículo 60, apartado 3, del Reglamento (UE) n° 1095/2010.

Artículo 25. Audiencia de los interesados (43)

1. Antes de adoptar cualquiera de las decisiones previstas en el artículo 24, apartado 1, la Junta de Supervisores de la AEVM ofrecerá a las personas encausadas la oportunidad de ser oídas en relación con las conclusiones adoptadas por la AEVM. La Junta de Supervisores de la AEVM basará sus decisiones únicamente en la conclusión según la cual las personas encausadas tuvieron la oportunidad de presentar sus observaciones.

El párrafo primero no se aplicará cuando sea necesaria una actuación urgente para prevenir un daño significativo e inminente del sistema financiero. En tal caso, la Junta de Supervisores de la AEVM podrá adoptar una decisión provisional y deberá ofrecer a los interesados la oportunidad de ser oídas lo antes posible, tras haber adoptado la decisión.

2. Los derechos de defensa de las personas encausadas estarán garantizados plenamente en el curso del procedimiento. Tendrán derecho a acceder al expediente de la AEVM, sin perjuicio del interés legítimo de otras personas en la protección de sus secretos comerciales. El derecho de acceso al expediente no se extenderá a la información confidencial.

(43) Artículo 25 modificado por RGT UE 513/2011.

Artículo 25 bis. Autoridades sectoriales competentes responsables de supervisar y hacer cumplir el artículo 4, apartado 1 (utilización de calificaciones crediticias) (44)

Las autoridades sectoriales competentes serán responsables de supervisar y hacer cumplir el artículo 4, apartado 1, de conformidad con la legislación sectorial pertinente.

CAPÍTULO III

Cooperación entre la AEVM, las autoridades competentes y las autoridades sectoriales competentes (45)

Artículo 26. Obligación de cooperar (46)

La AEVM, la AEB, la AESPJ, las autoridades competentes y las autoridades competentes sectoriales cooperarán cuando resulte necesario a efectos de lo previsto en el presente Reglamento y de lo previsto en la legislación sectorial pertinente.

Artículo 27. Intercambio de información (47)

1. La AEVM, las autoridades competentes y las autoridades sectoriales competentes se facilitarán mutuamente, sin dilaciones indebidas, la información necesaria para el desempeño de sus funciones con arreglo al presente Reglamento y con arreglo a la legislación sectorial pertinente.

2. La AEVM podrá transmitir a los bancos centrales, al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al Banco Central Europeo, en su calidad de autoridades monetarias, a la Junta Europea de Riesgo Sistémico y, en su caso, a otras autoridades públicas responsables de supervisar los sistemas de pago y liquidación, la información confidencial necesaria para el ejercicio de sus funciones. De igual modo, tampoco se impedirá a dichas autoridades u organismos comunicar a la AEVM la información que esta pueda necesitar para desempeñar sus funciones con arreglo al presente Reglamento.

Artículo 28. Cooperación en caso de solicitud en relación con inspecciones in situ o investigaciones (48)

(...)

Artículo 29. Colegios de autoridades competentes (49)

(...)

(44) Artículo 25 bis añadido por RGT UE 513/2011.

(45) Denominación Capítulo III modificado por RGT UE 513/2011.

(46) Artículo 26 modificado por RGT UE 513/2011.

(47) Artículo 27 modificado por RGT UE 513/2011.

(48) Artículo 28 suprimido por RGT UE 513/2011.

(49) Artículo 29 suprimido por RGT UE 513/2011.

Artículo 30. Delegación de tareas de la AEVM en las autoridades competentes (50)

1. Cuando resulte necesario para el correcto cumplimiento de la tarea supervisora, la AEVM podrá delegar tareas de supervisión específicas en la autoridad competente de un Estado miembro, con arreglo a las orientaciones emitidas por la AEVM según lo dispuesto en el artículo 21, apartado 2. Dichas tareas delegadas de supervisión podrán consistir, en particular, en la competencia para dar curso a solicitudes de información, con arreglo al artículo 23 ter, y para realizar investigaciones e inspecciones in situ, con arreglo al artículo 23 quinquies, apartado 6.

2. Antes de delegar una tarea, la AEVM consultará a la autoridad competente pertinente. Esta consulta se referirá en particular a:

- a) el alcance de la tarea que vaya a delegarse;
- b) el calendario previsto para realizar la tarea que vaya a delegarse, y
- c) la transmisión, por y a la AEVM, de la información necesaria.

3. De acuerdo con el reglamento sobre tasas que adopte la Comisión según lo dispuesto en el artículo 19, apartado 2, la AEVM reembolsará a la autoridad competente los gastos derivados del desempeño de las tareas delegadas.

4. La AEVM revisará, a intervalos apropiados, la delegación a la que se refiere el apartado 1. Una delegación de tareas podrá revocarse en todo momento.

Una delegación de tareas no afectará a la responsabilidad de la AEVM y no limitará la facultad de la AEVM de dirigir y supervisar la actividad delegada. No se delegarán competencias de supervisión en el marco del presente Reglamento, incluidas las decisiones relativas al registro, y las decisiones finales de evaluación y seguimiento en relación con infracciones.

Artículo 31. Notificaciones y solicitudes de suspensión por las autoridades competentes (51)

1. Cuando una autoridad competente de un Estado miembro descubra que se están realizando o se han realizado actos contrarios a lo dispuesto en el presente Reglamento en su territorio o en el territorio de otro Estado miembro, lo notificará de un modo tan detallado como sea posible a la AEVM. Cuando la autoridad competente lo estime apropiado a efectos de investigación, la autoridad competente podrá asimismo sugerir a la AEVM que evalúe la necesidad de emplear las facultades previstas en los artículos 23 ter y 23 quater para con la agencia de calificación crediticia implicada en dichos actos.

La AEVM adoptará las medidas oportunas. Comunicará a la autoridad competente notificante el resultado y, en la medida de lo posible, todo progreso intermedio significativo.

(50) Artículo 30 modificado por RGT UE 513/2011.

(51) Artículo 31 modificado por RGT UE 513/2011.

2. Sin perjuicio del deber de notificación previsto en el apartado 1, cuando la autoridad competente notificante de un Estado miembro considere que una agencia de calificación crediticia registrada, cuyas calificaciones se utilicen en el territorio de dicho Estado miembro, incumple las obligaciones impuestas por el presente Reglamento y las infracciones son lo suficientemente graves y persistentes como para incidir de forma significativa en la protección de los inversores o en la estabilidad del sistema financiero de ese Estado miembro, podrá solicitar que la AEVM suspenda el uso, con fines reglamentarios, de las calificaciones crediticias de la agencia de calificación crediticia afectadas por las instituciones financieras u otras entidades a que se refiere el artículo 4, apartado 1. La autoridad competente notificante motivará de manera exhaustiva su solicitud a la AEVM.

Cuando la AEVM considere la solicitud injustificada, lo comunicará por escrito a la autoridad competente notificante, indicando los motivos. Cuando la AEVM considere la solicitud justificada, tomará las medidas oportunas para resolver el problema.

Artículo 32. Secreto profesional (52)

1. Estarán sujetas a la obligación de secreto profesional la AEVM, las autoridades competentes y todas las personas que trabajen o hayan trabajado para la AEVM, para las autoridades competentes o para cualquier otra persona en la que la AEVM haya delegado tareas, incluidos los auditores y expertos contratados por la AEVM. La información amparada por el secreto profesional no se comunicará a ninguna persona o autoridad, salvo que tal divulgación resulte necesaria en el marco de un procedimiento judicial.

2. Toda la información que, en virtud del presente Reglamento, sea adquirida por, o bien intercambiada entre la AEVM, las autoridades competentes, las autoridades sectoriales competentes o las demás autoridades y organismos mencionados en el artículo 27, apartado 2, se considerará confidencial, salvo cuando la AEVM o la autoridad competente u otra autoridad u organismo de que se trate declaren, en el momento de su comunicación, que la información puede ser divulgada, o cuando esta divulgación resulte necesaria en el marco de un procedimiento judicial.

Artículo 33. Divulgación de información procedente de otro Estado miembro (53)

(...)

CAPÍTULO IV Cooperación con terceros países

Artículo 34. Acuerdo de intercambio de información (54)

La AEVM podrá celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervi-

(52) Artículo 32 modificado por RGT UE 513/2011.

(53) Artículo 33 suprimido por RGT UE 513/2011.

(54) Artículo 34 modificado por RGT UE 513/2011.

sión de terceros países, siempre y cuando la información divulgada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en virtud del artículo 32.

Este intercambio de información deberá destinarse a la realización de las tareas de la AEVM o de esas autoridades de supervisión.

En lo que atañe a la transmisión de datos de naturaleza personal a terceros países, la AEVM aplicará el Reglamento (CE) n° 45/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2000, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales por las instituciones y los organismos comunitarios y a la libre circulación de estos datos.

Artículo 35. Divulgación de información procedente de terceros países (55)

La AEVM solo podrá divulgar la información recibida de autoridades de supervisión de terceros países si la AEVM o una autoridad competente obtuvieron la autorización expresa de la autoridad de supervisión que facilitó la información y, en su caso, si la información se divulga exclusivamente para fines respecto de los cuales dicha autoridad de supervisión haya otorgado su consentimiento o si dicha divulgación resulta necesaria en el marco de un procedimiento judicial.

TÍTULO IV SANCIONES, PROCEDIMIENTO DE COMITÉ, PRESENTACIÓN DE INFORMES Y DISPOSICIONES TRANSITORIAS Y FINALES

CAPÍTULO I Sanciones, multas, multas coercitivas, procedimiento de comité, poderes delegados y presentación de informes (56)

Artículo 36. Sanciones

Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable a las infracciones de lo dispuesto en el artículo 4, apartado 1, y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Las sanciones así establecidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias (57).

Los Estados miembros velarán por que la autoridad sectorial competente haga públicas todas las sanciones que se hayan impuesto por las infracciones de lo dispuesto en el artículo 4, apartado 1, a menos que dicha divulgación pusiera en grave riesgo los mercados financieros o causara un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas (58).

A más tardar el 7 de diciembre de 2010, los Estados miembros notificarán el régimen a que se refiere el párrafo primero

a la Comisión. Comunicarán sin demora a la Comisión cualquier modificación ulterior del mismo.

Artículo 36 bis. Multas (59)

1. Cuando, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 23 sexies, apartado 5, la Junta de Supervisores de la AEVM considere que una agencia de calificación crediticia cometió con dolo o culpa una de las infracciones enumeradas en el anexo III, decidirá imponer una multa con arreglo a lo dispuesto en el apartado 2.

La infracción cometida por una agencia de calificación crediticia se considerará dolosa en caso de que la AEVM descubra factores objetivos que prueben que la agencia de calificación crediticia o sus altos directivos actuaron deliberadamente al cometer la infracción.

2. Las cuantías de base de las multas a que se refiere el apartado 1 se situarán en los límites siguientes:

a) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 1 a 5, 11 a 15, 19, 20, 23, 28, 30, 32, 33, 35, 41, 43, 50 y 51, se sancionarán con multas de entre 500 000 y 750 000 EUR;

b) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 6 a 8, 16 a 18, 21, 22, 24, 25, 27, 29, 31, 34, 37 a 40, 42, 45 a 47, 48, 49, 52 y 54, se sancionarán con multas de entre 300 000 y 450 000 EUR;

c) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 9, 10, 26, 36, 44 y 53, se sancionarán con multas de entre 100 000 y 200 000 EUR;

d) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 1, 6, 7 y 8, se sancionarán con multas de entre 50 000 y 150 000 EUR;

e) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 2, 4 y 5, se sancionarán con multas de entre 25 000 y 75 000 EUR;

f) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, punto 3, se sancionarán con multas de entre 10 000 y 50 000 EUR;

g) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 1 a 3 y 11, se sancionarán con multas de entre 150 000 y 300 000 EUR;

h) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 4, 6, 8 y 10, se sancionarán con multas de entre 90 000 y 200 000 EUR;

i) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 5, 7 y 9, se sancionarán con multas de entre 40 000 y 100 000 EUR.

Con el fin de decidir si la cuantía básica de las multas deberá situarse en el extremo inferior, en el tramo intermedio o en

(55) Artículo 35 modificado por RGT UE 513/2011.

(56) Denominación Capítulo I modificado por RGT UE 513/2011.

(57) Párrafo primero del artículo 36 modificado por RGT UE 513/2011.

(58) Párrafo segundo del artículo 36 modificado por RGT UE 513/2011.

(59) Artículo 36 bis modificado por RGT UE 513/2011.

el extremo superior de los límites previstos en el primer párrafo, la AEVM tendrá en cuenta el volumen de negocios anual de la agencia de calificación crediticia de que se trate correspondiente al ejercicio anterior. La cuantía de base se situará en el extremo inferior del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios anual esté por debajo de los 10 millones EUR; en el tramo intermedio del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios oscile entre los 10 y los 50 millones EUR, y en el extremo superior del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios anual supere los 50 millones EUR.

3. Las cuantías de base definidos con arreglo a los límites fijados en el apartado 2 se ajustarán, en su caso, atendiendo a factores agravantes o atenuantes, de conformidad con los coeficientes pertinentes establecidos en el anexo IV.

Los coeficientes agravantes pertinentes se aplicarán de uno en uno a la cuantía de base. Cuando haya de aplicarse más de un coeficiente agravante, se añadirá a la cuantía de base la diferencia entre la cuantía de base y la cuantía resultante de la aplicación de cada uno de los coeficientes agravantes por separado.

Los coeficientes atenuantes pertinentes se aplicarán de uno en uno a la cuantía de base. Cuando haya de aplicarse más de un coeficiente atenuante, se deducirá de la cuantía de base la diferencia entre la cuantía de base y la cuantía resultante de la aplicación de cada uno de los coeficientes atenuantes por separado.

4. No obstante lo dispuesto en los apartados 2 y 3, la multa no superará el 20 % del volumen de negocios anual de la agencia de calificación crediticia en cuestión durante el ejercicio anterior, y en caso de que la agencia de calificación crediticia haya obtenido algún lucro directo o indirecto de la infracción, la multa será como mínimo equivalente a ese beneficio económico.

Cuando un acto o una omisión de una agencia de calificación crediticia sea constitutivo de más de una de las infracciones enumeradas en el anexo III, solo será de aplicación la más elevada de las multas calculadas con arreglo a los apartados 2 y 3 en relación con una de esas infracciones.

Artículo 36 ter. Multas coercitivas (60)

1. La Junta de Supervisores de la AEVM podrá imponer, en virtud de una decisión, una multa coercitiva a fin de obligar a:

a) una agencia de calificación crediticia a poner fin a una infracción, de conformidad con una decisión adoptada en virtud del artículo 24, apartado 1, letra d);

b) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a proporcionar la información completa que se haya requerido mediante decisión en virtud del artículo 23 ter;

c) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a someterse a una investigación y, en particular, a presentar de forma completa los registros, datos, procedimientos o

cualquier otra documentación que se haya exigido, así como completar y corregir otra información facilitada en una investigación iniciada por decisión adoptada conforme al artículo 23 quater;

d) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a someterse a una inspección in situ, ordenada mediante decisión en virtud del artículo 23 quinquies.

2. La multa coercitiva será efectiva y proporcionada. La multa coercitiva se impondrá por día de demora en el cumplimiento por parte de la agencia de calificación crediticia o la persona en cuestión con la decisión pertinente mencionada en el apartado 1.

3. No obstante lo dispuesto en el apartado 2, la multa coercitiva equivaldrá al 3 % del volumen de negocios diario medio del ejercicio anterior o, en el caso de las personas físicas, al 2 % de su renta diaria media del ejercicio anterior. Esta cuantía se calculará a partir de la fecha indicada en la decisión por la que se imponga la multa coercitiva.

4. Una multa coercitiva se podrá imponer por un plazo no superior a seis meses desde la notificación de la decisión de la AEVM.

Artículo 36 quater. Audiencia de las personas encausadas (61)

1. Antes de decidir la imposición de una multa y/o multa coercitiva de acuerdo con el artículo 36 bis o el artículo 36 ter, apartado 1, letras a) a d), la Junta de Supervisores de la AEVM ofrecerá a las personas encausadas la oportunidad de ser oídas en relación con las conclusiones adoptadas por la AEVM. La Junta de Supervisores de la AEVM basará sus decisiones únicamente en la conclusión según la cual las personas encausadas tuvieron la oportunidad de presentar sus observaciones.

2. Los derechos de defensa de las personas encausadas estarán garantizados plenamente en el curso del procedimiento. Tendrán derecho a acceder al expediente de la AEVM, sin perjuicio del interés legítimo de otras personas en la protección de sus secretos comerciales. El derecho de acceso al expediente no se extenderá a la información confidencial ni a los documentos preparatorios internos de la AEVM.

Artículo 36 quinquies. Divulgación, naturaleza, garantía de cumplimiento e imposición de multas y multas coercitivas (62)

1. La AEVM hará públicas todas las multas y multas coercitivas que se impongan de conformidad con los artículos 36 bis y 36 ter, a menos que dicha divulgación pusiera en grave riesgo los mercados financieros o causara un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

2. Las multas y multas coercitivas impuestas en virtud de los artículos 36 bis y 36 ter serán de carácter administrativo.

(60) Artículo 36 ter modificado por RGT UE 513/2011.

(61) Artículo 36 quater modificado por RGT UE 513/2011.

(62) Artículo 36 quinquies modificado por RGT UE 513/2011.

3. Las multas y multas coercitivas impuestas en virtud de los artículos 36 bis y 36 ter tendrán carácter ejecutivo.

La ejecución se regirá por las normas de procedimiento civil vigentes en el Estado en cuyo territorio se lleve a cabo. La orden de ejecución se adjuntará a la decisión sin más formalidad que la comprobación de su autenticidad por la autoridad que el Gobierno de cada Estado miembro designará a tal efecto y cuyo nombre comunicará a la AEVM y al Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Cumplidas estas formalidades a instancia del interesado, este podrá promover la ejecución conforme al Derecho nacional, recurriendo directamente al órgano competente.

La ejecución solo podrá ser suspendida en virtud de una decisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. No obstante, el control de la conformidad a Derecho de las medidas de ejecución será competencia de las jurisdicciones de los Estados miembros.

4. Las cuantías de las multas y multas coercitivas se consignarán en el presupuesto general de la Unión Europea.

Artículo 36 sexies. Revisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (63)

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea gozará de competencia jurisdiccional plena para resolver los recursos interpuestos contra las decisiones por las cuales la AEVM haya impuesto una multa o una multa coercitiva. Podrá anular, reducir o incrementar la multa o multa coercitiva impuesta.

Artículo 37. Modificación de los anexos (64)

A fin de tener en cuenta la evolución de la situación de los mercados financieros, incluida la evolución en el plano internacional, especialmente en lo que atañe a nuevos instrumentos financieros, la Comisión podrá adoptar, a través de actos delegados de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 bis, y sin perjuicio de las condiciones contenidas en los artículos 38 ter y 38 quater, disposiciones destinadas a modificar los anexos, con exclusión del anexo III.

Artículo 38. Procedimiento de comité

1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión.

2. (...) (65)

3. En los casos en que se haga referencia al presente apartado, serán de aplicación los artículos 5 y 7 de la Decisión 1999/468/CE, observando lo dispuesto en su artículo 8.

(63) Artículo 36 sexies modificado por RGT UE 513/2011.

(64) Artículo 37 modificado por RGT UE 513/2011.

(65) Apartado 2 del artículo 38 suprimido por RGT UE 513/2011.

El plazo contemplado en el artículo 5, apartado 6, de la Decisión 1999/468/CE queda fijado en tres meses.

Artículo 38 bis. Ejercicio de la delegación (66)

1. El poder de adoptar los actos delegados mencionados en el artículo 5, apartado 6, párrafo tercero, el artículo 19, apartado 2, el artículo 23 sexies, apartado 7, y el artículo 37 se otorga a la Comisión por un período de cuatro años a partir del 1 de junio 2011. La Comisión redactará un informe sobre los poderes delegados a más tardar seis meses antes de que finalice el período de cuatro años. La delegación de poderes se renovará automáticamente por períodos de idéntica duración, excepto si el Parlamento Europeo o el Consejo la revocan con arreglo al artículo 38 ter.

2. En cuanto la Comisión adopte un acto delegado lo notificará simultáneamente al Parlamento Europeo y al Consejo.

3. Los poderes para adoptar actos delegados otorgados a la Comisión estarán sujetos a las condiciones establecidas por los artículos 38 ter y 38 quater.

Artículo 38 ter. Revocación de la delegación (67)

1. La delegación de poderes a que se refieren el artículo 5, apartado 6, párrafo tercero, el artículo 19, apartado 2, el artículo 23 sexies, apartado 7, y el artículo 37 podrá ser revocada en todo momento por el Parlamento Europeo o por el Consejo.

2. La institución que haya iniciado el procedimiento interno para decidir si revoca la delegación de poderes procurará informar a la otra institución y a la Comisión en un plazo razonable antes de la adopción de la decisión final, indicando cuáles son los poderes delegados que podrían ser objeto de revocación.

3. La decisión de revocación pondrá término a la delegación de los poderes que especifique dicha decisión. Surtirá efecto inmediatamente o en fecha posterior que deberá especificarse. No afectará a la validez de los actos delegados que ya estén en vigor. Se publicará en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Artículo 38 quater. Objeciones a los actos delegados (68)

1. El Parlamento Europeo o el Consejo podrán formular objeciones a un acto delegado en un plazo de tres meses a partir de la fecha de notificación.

Por iniciativa del Parlamento Europeo o del Consejo, dicho plazo se prorrogará tres meses.

2. Si, una vez expirado el plazo al que se hace referencia en el apartado 1, ni el Parlamento Europeo ni el Consejo han formulado objeciones al acto delegado, este se publicará en

(66) Artículo 38 bis añadido por RGT UE 513/2011.

(67) Artículo 38 ter añadido por RGT UE 513/2011.

(68) Artículo 38 quater añadido por RGT UE 513/2011.

el Diario Oficial de la Unión Europea y entrará en vigor en la fecha prevista en él.

El acto delegado podrá publicarse en el Diario Oficial de la Unión Europea y entrar en vigor antes de la expiración del plazo, si tanto el Parlamento Europeo como el Consejo han informado a la Comisión de su intención de no presentar objeciones.

3. Si el Parlamento Europeo o el Consejo formulan objeciones al acto delegado dentro del plazo al que se refiere el apartado 1, este no entrará en vigor. Con arreglo al artículo 296 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la institución que formule objeciones a un acto delegado comunicará los motivos de las mismas.

Artículo 39. Informes

1. A más tardar el 7 de diciembre de 2012, la Comisión examinará la aplicación del presente Reglamento, evaluando, entre otras cosas, en qué medida se recurre a las calificaciones crediticias en la Comunidad, las repercusiones del nivel de concentración en el mercado de la calificación crediticia, los costes y beneficios de las consecuencias del Reglamento y hasta qué punto resulta apropiado que la retribución de la agencia de calificación crediticia provenga de la entidad calificada (modelo «el emisor paga»), y presentará un informe al respecto al Parlamento Europeo y al Consejo.

2. (...) (69)

3. (70) A más tardar el 7 de diciembre de 2010, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo, teniendo en cuenta la evolución del marco regulador y de supervisión para las agencias de calificación crediticia de terceros países, un informe sobre los efectos de dicha evolución y de las disposiciones transitorias a que se refiere el artículo 40 sobre la estabilidad de los mercados financieros de la Comunidad.

Artículo 39 bis. Informe de la AEVM (71)

A más tardar el 31 de diciembre de 2011, la AEVM evaluará las necesidades de personal y recursos derivadas de la asunción de sus poderes y obligaciones de conformidad con el presente Reglamento y presentará un informe al Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión.

CAPÍTULO II

Disposiciones transitorias y finales

Artículo 40. Disposición transitoria

Las agencias de calificación crediticia que desarrollaran actividad en la Comunidad antes del 7 de junio de 2010 («agencias de calificación crediticia existentes») y que tengan pre-

visto solicitar su registro con arreglo al presente Reglamento adoptarán las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en él a más tardar el 7 de septiembre de 2010.

Las agencias de calificación crediticia presentarán su solicitud de registro no antes del 7 de junio de 2010. Las agencias de calificación crediticia existentes presentarán su solicitud de registro a más tardar el 7 de septiembre de 2010.

Las agencias de calificación crediticia existentes podrán continuar emitiendo calificaciones crediticias y las entidades financieras y las demás entidades a que se refiere el artículo 4, apartado 1, podrán utilizar dichas calificaciones crediticias con fines reglamentarios, a menos que se deniegue el registro. Si se deniega el registro, será de aplicación el artículo 24, apartados 4 y 5 (72).

Artículo 40 bis. Medidas transitorias relativas a la AEVM (73)

1. Todas las competencias y funciones relacionadas con la actividad de supervisión y ejecución en el sector de las agencias de calificación crediticia que fueron atribuidas a las autoridades competentes, independientemente de que obrasen o no en calidad de autoridades competentes del Estado miembro de origen, y a los colegios que se hayan establecido, dejarán de ser efectivas el 1 de julio de 2011.

No obstante, las solicitudes de registro que las autoridades competentes nacionales o el correspondiente colegio hayan recibido antes del 7 de septiembre de 2010 no se trasladarán a la AEVM, y serán dichas autoridades y el correspondiente colegio quienes tomen la decisión de registro o de denegación del registro.

2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el segundo párrafo del apartado 1, en la fecha establecida en el apartado 1, la AEVM se hará cargo de cualesquiera expedientes y documentos de trabajo relacionados con la actividad de supervisión y ejecución en el sector de las agencias de calificación crediticia, incluidas, en su caso, las investigaciones y actuaciones ejecutivas en curso, o bien de copias certificadas de dichos expedientes y documentos.

3. Las autoridades competentes y los colegios a que se refiere el apartado 1 velarán por que todos los archivos y documentos de trabajo existentes, o bien copias certificadas de ellos, se transfieran a la AEVM cuanto antes y, en cualquier caso, a más tardar el 1 de julio de 2011. Dichas autoridades competentes y colegios proporcionarán, asimismo, a la AEVM toda la asistencia y el asesoramiento necesarios para facilitar la eficiente transferencia y asunción de la actividad de supervisión y ejecución en materia de agencias de calificación crediticia.

4. La AEVM asumirá la sucesión legal de las autoridades competentes y los colegios a que se refiere el apartado 1 en cualesquiera procedimientos administrativos o judiciales que

(69) Apartado 2. del artículo 39 suprimido por RGT UE 513/2011.

(70) Apartado 3 del artículo 39 modificado por RGT UE 513/2011.

(71) Artículo 39 bis añadido por RGT UE 513/2011.

(72) Párrafo 3º del artículo 40 modificado por RGT UE 513/2011.

(73) Artículo 40 bis añadido por RGT UE 513/2011.

se deriven de la actividad de supervisión y ejecución desempeñada por dichas autoridades y colegios en la materia regulada por el presente Reglamento.

5. Todo registro de una agencia de calificación crediticia de conformidad con el capítulo I del título III por una autoridad competente mencionada en el apartado 1 del presente artículo seguirá siendo válido después del traspaso de competencias a la AEVM.

6. A más tardar el 1 de julio de 2014, y en el marco de su supervisión permanente, la AEVM efectuará como mínimo una comprobación de todas las agencias de calificación crediticia que recaigan en el ámbito de sus competencias de supervisión.

Artículo 41. Entrada en vigor

La presente Directiva entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Será aplicable a partir de su fecha de entrada en vigor. No obstante:

— el artículo 4, apartado 1, se aplicará a partir del 7 de diciembre de 2010, y

— el artículo 4, apartado 3, letras f), g) y h), se aplicará a partir del 7 de junio de 2011.

El presente Reglamento será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Hecho en Estrasburgo, el 16 de septiembre de 2009.

Por el Parlamento Europeo

El Presidente
J. BUZEK

Por el Consejo

La Presidenta
C. MALMSTRÖM

ANEXO I INDEPENDENCIA E INEXISTENCIA DE CONFLICTOS DE INTERESES

Sección A

Requisitos de organización

1. Las agencias de calificación crediticia dispondrán de un consejo de administración o de supervisión. Sus altos directivos garantizarán que:

a) las actividades de calificación crediticia sean independientes, incluso de toda influencia y presión política y económica;

b) los conflictos de intereses se detecten, gestionen y comuniquen adecuadamente;

c) las agencias de calificación crediticia cumplan las restantes disposiciones del presente Reglamento.

2. Las agencias de calificación crediticia se organizarán de modo que sus intereses comerciales no impidan la independencia o exactitud de las actividades de calificación crediticia.

Quienes integren la alta dirección de una agencia de calificación crediticia habrán de gozar de la debida honorabilidad y poseer capacidad y experiencia suficientes, y velarán por la gestión sana y prudente de dicha agencia.

Al menos un tercio de los miembros, pero no menos de dos, del consejo de administración o de supervisión de las agencias de calificación crediticia habrán de ser miembros independientes, que no participen en actividades de calificación crediticia.

La retribución de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión no estará vinculada a los resultados empresariales de la agencia de calificación y se fijará de modo que quede garantizada la independencia de juicio de aquellos. El mandato de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión tendrá una duración fija máxima de cinco años, previamente acordada, y no será renovable. La destitución de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión solo podrá producirse en caso de conducta irregular o insuficiencia profesional.

La mayoría de los miembros del consejo de administración o de supervisión, incluidos sus miembros independientes, poseerán suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros. Siempre que una agencia de calificación crediticia emita calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo tendrán extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de instrumentos de financiación estructurada.

Los miembros independientes del consejo de administración o supervisión, además de las responsabilidades generales de este, tendrán la misión específica de vigilar:

a) el desarrollo de la política de calificación crediticia y los métodos que las agencias de calificación crediticia utilizan en sus actividades de calificación crediticia;

b) la eficacia del sistema interno de control de calidad de la agencia de calificación crediticia en relación con las actividades de calificación crediticia;

c) la eficacia de las medidas y los procedimientos creados para garantizar que se detecta, elimina o gestiona y hace público todo conflicto de intereses, y

d) los procesos de cumplimiento de las normas y buena gobernanza, incluida la eficacia de la función de revisión a que se refiere el punto 9 de la presente sección.

Los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión expondrán al consejo periódicamente los dictámenes que hayan emitido respecto de las cuestiones

enunciadas en las letras a) a d), comunicándolos asimismo a la AEVM, a petición de esta (74).

3. Las agencias de calificación crediticia implantarán políticas y procedimientos adecuados que garanticen el cumplimiento de las obligaciones que les incumben en virtud del presente Reglamento.

4. Las agencias de calificación crediticia dispondrán de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.

Estos mecanismos de control interno estarán diseñados para garantizar el cumplimiento de las decisiones y los procedimientos a todos los niveles de la agencia de calificación crediticia.

Las agencias de calificación crediticia aplicarán y mantendrán procedimientos de adopción de decisiones y estructuras organizativas que especifiquen de forma clara y documentada los canales de información y asigne funciones y responsabilidades.

5. Las agencias de calificación crediticia implantarán y mantendrán un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz («función de cumplimiento»), que funcione de forma independiente. La función de cumplimiento supervisará el cumplimiento por parte de la agencia de calificación crediticia y de sus empleados de las obligaciones que incumben a la agencia de calificación crediticia en virtud del presente Reglamento, e informará al respecto. La función de cumplimiento tendrá las siguientes responsabilidades:

a) controlar y, regularmente, evaluar la adecuación y eficacia de las medidas y los procedimientos establecidos de conformidad con el punto 3, y las medidas adoptadas para hacer frente a las posibles deficiencias de la agencia de calificación crediticia en el cumplimiento de sus obligaciones;

b) asesorar y prestar asistencia a la dirección, a los analistas de calificaciones y a los empleados, así como a otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia o a cualquier persona directa o indirectamente vinculada a la agencia por una relación de control y que sea responsable de la ejecución de actividades de calificación crediticia, para que cumplan las obligaciones que incumben a la agencia de calificación crediticia en virtud del presente Reglamento.

6. Con objeto de que la función de cumplimiento ejerza sus responsabilidades de forma adecuada e independiente, las agencias de calificación crediticia garantizarán que se cumplan las siguientes condiciones:

a) la función de cumplimiento tiene la autoridad, los recursos, los conocimientos técnicos y el acceso necesarios a toda la información pertinente;

b) se designa a una persona responsable del cumplimiento, que se encarga de la función de cumplimiento y de toda información relativa al cumplimiento exigido en el punto 3;

c) la dirección, los analistas de calificaciones y los empleados, así como otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia o cualquier persona directa o indirectamente vinculada a la agencia por una relación de control y que tenga responsabilidad de verificación del cumplimiento no participarán en las actividades de calificación crediticia de cuya vigilancia se ocupen;

d) la retribución de la persona responsable del cumplimiento no está vinculada a los resultados empresariales de la agencia de calificación crediticia y se fija de modo que quede garantizada su independencia de juicio.

La persona responsable del cumplimiento garantizará que se detecta y elimina adecuadamente todo conflicto de intereses de las personas puestas a disposición de la función de cumplimiento.

La persona responsable del cumplimiento informará periódicamente sobre la ejecución de sus funciones a los directivos y a los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión.

7. Las agencias de calificación crediticia implantarán procedimientos organizativos y administrativos adecuados y eficaces destinados a impedir, detectar, eliminar o gestionar y hacer público todo conflicto de intereses a que se refiere la sección B, punto 1. Se encargarán de que se lleven registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de las actividades de calificación crediticia, incluidas las normas relativas a los analistas de las agencias de calificación crediticia a que se hace referencia en la sección C, así como las medidas de protección aplicadas para mitigar esos riesgos.

8. Las agencias de calificación crediticia emplearán sistemas, recursos y procedimientos adecuados con vistas a garantizar la continuidad y regularidad de sus actividades de calificación crediticia.

9. Las agencias de calificación crediticia establecerán una función de revisión a la que corresponderá examinar periódicamente los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, que utilicen, y cualquier cambio o modificación significativos que sufran tales métodos y modelos, así como la idoneidad de los mismos y de las hipótesis fundamentales de calificación, si se utilizan o está previsto que se utilicen para el análisis de nuevos instrumentos financieros.

Esta función de revisión deberá ser independiente de los servicios operativos responsables de llevar a cabo las actividades de calificación crediticia, e informará a los miembros del consejo de administración o de supervisión a que se refiere el punto 2 de la presente sección.

10. Las agencias de calificación crediticia comprobarán y evaluarán la idoneidad y eficacia de sus sistemas, sus meca-

(74) Párrafo 2º del inciso d) del requisito 2, Sección A del anexo I modificado por RGT UE 513/2011.

nismos de control interno y otras disposiciones tomadas de conformidad con el presente Reglamento, y adoptarán las medidas oportunas para corregir toda posible deficiencia.

Sección B

Requisitos operativos

1. Las agencias de calificación crediticia deberán detectar, eliminar o gestionar y comunicar de forma clara y destacada todo conflicto de intereses, ya sea real o potencial, que pueda influir en los análisis y en la opinión de los analistas de calificaciones, los empleados u otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia, y que participen directamente en la emisión de calificaciones crediticias, así como de las personas responsables de aprobar dichas calificaciones.

2. Las agencias de calificación crediticia harán públicos los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados de las que provenga más del 5 % de sus ingresos anuales.

3. Las agencias de calificación crediticia no emitirán calificaciones crediticias en ninguna de las siguientes circunstancias o, en el caso de una calificación ya existente, comunicarán inmediatamente que la calificación crediticia está potencialmente comprometida, cuando:

a) la agencia de calificación crediticia o las personas a que se refiere el punto 1 posean directa o indirectamente instrumentos financieros de la entidad calificada o terceros vinculados, o participen de algún otro modo, directa o indirectamente, en la propiedad de esa entidad o de dichos terceros, a excepción de las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada que incluyan fondos gestionados, como los fondos de pensiones o los seguros de vida;

b) la calificación crediticia se emita con respecto a la entidad calificada o un tercero que directa o indirectamente tenga un vínculo de control con la agencia de calificación;

c) cualquier persona a la que se refiere el punto 1 sea miembro del consejo de administración o de supervisión de la entidad calificada o de un tercero vinculado, o

d) cualquier analista de calificaciones que intervenga en la determinación de una calificación crediticia, o cualquier persona que apruebe una calificación crediticia, haya tenido cualquier relación con la entidad calificada o un tercero vinculado que pueda causar un conflicto de intereses.

Las agencias de calificación crediticia evaluarán asimismo de forma inmediata si hay motivos para reevaluar o retirar la calificación crediticia existente.

4. Las agencias de calificación crediticia no prestarán a la entidad calificada o un tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado.

Las agencias de calificación crediticia podrán prestar otros servicios distintos de los de emisión de calificaciones crediti-

cias («servicios auxiliares»). Los servicios auxiliares no forman parte de las actividades de calificación crediticia, e incluyen previsiones de mercado, estimaciones de la evolución económica, análisis de precios y otros análisis de datos generales, así como servicios de distribución conexos.

Las agencias de calificación crediticia velarán por que la prestación de servicios auxiliares no entre en conflicto de intereses con las actividades de calificación crediticia y divulgarán en los informes de calificación definitivos los servicios auxiliares prestados a la entidad calificada o terceros vinculados.

5. Las agencias de calificación crediticia velarán por que los analistas de calificaciones o las personas que aprueban calificaciones no formulen propuestas o recomendaciones, ya sea formal o informalmente, en relación con la configuración de instrumentos de financiación estructurada con respecto a los cuales esté previsto que la agencia de calificación crediticia emita una calificación crediticia.

6. Las agencias de calificación crediticia organizarán sus canales de información y de comunicación de forma que quede garantizada la independencia de las personas a las que se refiere el punto 1 respecto de las demás actividades de la agencia de calificación crediticia llevadas a cabo a título comercial.

7. Las agencias de calificación crediticia dispondrán que se conserve la documentación adecuada y, cuando proceda, las pistas de auditoría de sus actividades de calificación crediticia. Esa documentación incluirá:

a) para cada decisión de calificación crediticia, la identidad de los analistas de calificaciones que hayan intervenido en la determinación de la calificación crediticia, la identidad de las personas que hayan aprobado la calificación, información que indique si la calificación crediticia fue solicitada o no solicitada, y la fecha en la que se adoptó la decisión de calificación crediticia;

b) la documentación contable relativa a los honorarios recibidos de cualquier entidad calificada o de terceros vinculados o de cualquier otro usuario de las calificaciones;

c) la documentación contable correspondiente a cada suscriptor de calificación crediticia o servicios relacionados;

d) la documentación sobre los procedimientos y métodos utilizados por la agencia de calificación crediticia para determinar las calificaciones crediticias;

e) la documentación interna, incluso información no pública y documentos de trabajo, utilizada como base de cualquier decisión de calificación crediticia adoptada;

f) informes de los análisis crediticios, informes de evaluación crediticia e informes privados de calificación crediticia y documentos de trabajo, incluso información no pública y documentos de trabajo, utilizados como base de los dictámenes emitidos en esos informes;

g) información sobre los procedimientos y medidas aplicados por la agencia de calificación crediticia para cumplir lo dispuesto en el presente Reglamento, y

h) copias de comunicaciones internas y externas, incluidas comunicaciones electrónicas, recibidas y enviadas por la agencia de calificación crediticia y sus empleados, relativas a actividades de calificación crediticia.

8. (75) La documentación y las pistas de auditoría a que se refiere el punto 7 se conservarán en los locales de la agencia de calificación crediticia registrada durante al menos cinco años y se facilitarán a la AEVM cuando así lo solicite.

Cuando una agencia de calificación crediticia sea dada de baja en el registro, la citada documentación se conservará durante un plazo adicional de al menos tres años.

9. La documentación que recoja los respectivos derechos y obligaciones que incumban a la agencia de calificación crediticia y a la entidad calificada o terceros vinculados en virtud de un contrato de prestación de servicios de calificación crediticia se conservará durante al menos el tiempo que dure la relación con dicha entidad calificada o terceros vinculados.

Sección C

Disposiciones aplicables a los analistas de calificaciones y a otras personas directamente involucradas en actividades de calificación crediticia

1. Los analistas de calificaciones, los empleados de las agencias de calificación crediticia y cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia, y que intervienen directamente en actividades de calificación crediticia, así como las personas estrechamente vinculadas a ellos, en el sentido del artículo 1, apartado 2, letras a) a d), de la Directiva 2004/72/CE, no adquirirán, venderán ni realizarán ningún tipo de operación relacionada con instrumentos financieros que hayan sido emitidos, garantizados o de alguna otra forma respaldados por cualquier entidad calificada que entre dentro del ámbito principal de responsabilidad analítica de dichas personas, salvo cuando se trate de participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida.

2. Ninguna de las personas a las que hace referencia el punto 1 participará o influirá de algún otro modo en la determinación de una calificación crediticia de una concreta entidad calificada cuando dicha persona:

a) posea instrumentos financieros de la entidad calificada, a excepción de las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada;

b) posea instrumentos financieros de cualquier entidad vinculada a una entidad calificada, cuando dicha propiedad pueda generar un conflicto de intereses o ser percibida en general como causante del mismo, a excepción de las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada;

c) haya tenido recientemente una relación de empleo, empresarial o de otra índole con la entidad calificada que pueda generar un conflicto de intereses o ser percibida en general como causante del mismo.

3. Las agencias de calificación crediticia velarán por que las personas a que se hace referencia en el punto 1:

a) adopten cuantas medidas resulten razonables para proteger los bienes y la documentación en posesión de la agencia de calificación crediticia frente a todo fraude, hurto o mal uso, teniendo en cuenta la naturaleza, envergadura y complejidad de sus operaciones y la naturaleza y el alcance de sus actividades de calificación crediticia;

b) no divulguen información alguna sobre las calificaciones crediticias o posibles futuras calificaciones crediticias de la agencia, salvo a la entidad calificada o terceros vinculados;

c) no divulguen información confidencial confiada a la agencia de calificación crediticia a los analistas de calificaciones ni a los empleados de cualquier persona que tenga directa o indirectamente con ella un vínculo de control, ni a ninguna otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de cualquier persona directa o indirectamente vinculada a dicha agencia por una relación de control, y que *no* participe directamente en las actividades de calificación crediticia, y

d) no utilicen ni divulguen información confidencial a los fines de la negociación de instrumentos financieros o a cualquier otro fin que no sea el de ejercicio de actividades de calificación crediticia.

4. Ninguna de las personas a que se hace referencia en el punto 1 solicitará o aceptará dinero, obsequios o favores de ninguna persona con la que la agencia de calificación crediticia mantenga relaciones de negocios.

5. Si una de las personas a que se hace referencia en el punto 1 considera que cualquier otra persona ha incurrido en una conducta que considera ilícita, dará cuenta de ello inmediatamente a la persona responsable del cumplimiento, sin que esto tenga consecuencias negativas para ella.

6. Cuando un analista de calificaciones finalice su relación de empleo y se una a una entidad calificada en cuya calificación haya intervenido o a una entidad financiera con la que haya estado en relación como consecuencia de sus funciones en la agencia de calificación crediticia, esta última reexaminará el trabajo que a ese respecto haya realizado el analista en los dos años previos a su partida.

7. Ninguna de las personas a que se hace referencia en el punto 1 asumirá funciones destacadas de dirección en la entidad calificada o terceros vinculados en los seis meses siguientes a la emisión de la calificación crediticia.

8. A efectos del artículo 7, apartado 4, las agencias de calificación crediticia velarán por que:

a) los analistas de calificaciones principales no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la

(75) Primer párrafo del requisito 8 de la Sección B del anexo I modificado por RGT UE 513/2011.

misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a cuatro años;

b) los analistas de calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a cinco años;

c) las personas que aprueban las calificaciones crediticias no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a siete años.

Las personas a que se hace referencia en el párrafo primero, letras a), b) y c), no tomarán parte en actividades de calificación crediticia en relación con la entidad calificada o terceros vinculados a que se refieren dichas letras en los dos años siguientes al final de los plazos indicados en estas letras.

Sección D

Disposiciones sobre la presentación de las calificaciones crediticias

I. Obligaciones generales

1. Las agencias de calificación crediticia velarán por que en las calificaciones crediticias figure de forma clara y destacada el nombre y cargo del analista de calificaciones en una actividad de calificación crediticia concreta y el nombre y cargo de la persona que asuma la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación crediticia.

2. Las agencias de calificación crediticia garantizarán como mínimo que:

a) figuren todas las fuentes de importancia sustancial, incluida la entidad calificada o, en su caso, un tercero vinculado, que se utilizaron para determinar la calificación crediticia, junto con una indicación de si la calificación crediticia se comunicó a la entidad calificada o un tercero vinculado y se modificó como consecuencia de dicha comunicación antes de su emisión;

b) se indique claramente el método fundamental o la versión del método utilizada para determinar la calificación, incluyendo una referencia a su descripción completa; cuando la calificación crediticia se base en más de un método, o si la referencia exclusiva al método fundamental puede hacer que los inversores no constaten otros aspectos importantes de la calificación crediticia, como pueden ser los posibles ajustes y desviaciones, la agencia de calificación crediticia explicará este hecho en la calificación crediticia e indicará de qué modo los diferentes métodos o esos otros aspectos se han tenido en cuenta para determinar dicha calificación;

c) se indique el significado de las diversas categorías de calificación, la definición de incumplimiento o recuperación, así como las advertencias de riesgo que resulten procedentes, con inclusión de un análisis de sensibilidad de las hipótesis de calificación fundamentales pertinentes, como las asunciones matemáticas o de correlación, así como las calificaciones crediticias basadas en el peor y el mejor escenario posible;

d) se indique de forma clara y destacada la fecha en que se difundió por primera vez la calificación y la fecha de su última actualización, y

e) se proporcione información sobre si la calificación crediticia se refiere a un instrumento financiero de nueva emisión o si la agencia de calificación crediticia está calificando por primera vez el instrumento financiero.

3. La agencia de calificación crediticia informará a la entidad calificada como mínimo doce horas antes de la publicación del resultado de la calificación crediticia sobre los principales fundamentos en los que se basa la calificación, a fin de permitir a la entidad en cuestión la posibilidad de indicar posibles errores de hecho de la agencia de calificación crediticia.

4. Las agencias de calificación crediticia indicarán de forma clara y destacada toda posible especificidad y limitación de las calificaciones crediticias cuando divulguen las mismas. En particular, las agencias de calificación crediticia indicarán de forma destacada, al divulgar una calificación, si consideran satisfactoria la calidad de la información existente sobre la entidad calificada y en qué medida han verificado la información que les haya sido facilitada por dicha entidad o terceros vinculados. Si la calificación crediticia se refiere a un tipo de entidad o de instrumento financiero en relación con los cuales existen solo datos históricos limitados, la agencia de calificación crediticia indicará, de forma destacada, tales limitaciones de la calificación crediticia.

Cuando la falta de datos fiables, la complejidad de la estructura de un nuevo tipo de instrumento financiero o la insuficiente calidad de la información existente no resulten satisfactorias o planteen serias dudas sobre la fiabilidad de la calificación que pueda emitir la agencia de calificación crediticia, esta se abstendrá de emitir una calificación o retirará la calificación ya existente.

5. Al anunciar una calificación, las agencias de calificación crediticia explicarán en sus comunicados de prensa o en sus informes los elementos fundamentales en que se basa.

Cuando la información a que se refieren los puntos 1, 2 y 4 resulte desproporcionada en relación con la extensión del informe difundido, bastará con hacer referencia en el propio informe, de forma clara y destacada, al lugar donde pueda obtenerse de manera fácil y directa esa información, por ejemplo, un enlace directo a dicha información en un sitio web apropiado de la agencia de calificación crediticia.

II. Obligaciones adicionales en relación con las calificaciones crediticias de los instrumentos de financiación estructurada

1. Cuando una agencia de calificación crediticia califique un instrumento de financiación estructurada, facilitará en la calificación toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, así como una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación crediticia.

2. La agencia de calificación crediticia indicará el nivel de análisis realizado por lo que atañe a los procesos de debida diligencia efectuados con respecto a los instrumentos financieros

u otros activos subyacentes de los instrumentos de financiación estructurada. La agencia de calificación crediticia señalará si ha efectuado un análisis de dichos procesos o si se ha basado en el análisis de un tercero, e indicará de qué modo influye el resultado de ese análisis en la calificación crediticia.

3. Cuando una agencia de calificación crediticia emita calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, acompañará la divulgación de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en dichas calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios de estrés efectuadas por la agencia al establecer las calificaciones. Dichas orientaciones serán claras y fácilmente comprensibles.

4. Las agencias de calificación crediticia divulgarán, de forma permanente, información relativa a todos los productos de financiación estructurada que se les someten para su revisión inicial o para calificación preliminar. Dicha divulgación tendrá lugar independientemente de que los emisores celebren o no un contrato con la agencia de calificación crediticia para una calificación definitiva.

Sección E

Información que debe divulgarse

I. Información general

Las agencias de calificación crediticia divulgarán en general el hecho de que están registradas de conformidad con el presente Reglamento, así como la siguiente información:

- 1) los conflictos reales y potenciales de intereses a que se refiere la sección B, punto 1;
- 2) una lista de sus servicios auxiliares;
- 3) la política de la agencia de calificación crediticia con respecto a la publicación de las calificaciones de crédito y otra información conexa;
- 4) la naturaleza general de sus acuerdos de retribución;
- 5) los métodos y las descripciones de los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, utilizados en sus actividades de calificación crediticia, y sus modificaciones significativas;
- 6) toda modificación significativa de sus sistemas, recursos o procesos, y
- 7) cuando proceda, su código de conducta.

II. Información periódica

Las agencias de calificación crediticia divulgarán periódicamente la siguiente información:

- 1) cada seis meses, los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de sus categorías de calificación, distinguiendo

entre las principales áreas geográficas de sus emisores, con indicación de si dichas tasas históricas han variado a lo largo del tiempo;

2) anualmente, la siguiente información (76):

a) una lista de los 20 clientes más importantes de la agencia de calificación por orden de ingresos generados;

b) una lista de los clientes de la agencia de calificación crediticia cuya contribución a la tasa de crecimiento de la generación de ingresos de dicha agencia en el ejercicio precedente sea más de 1,5 veces superior a la tasa de crecimiento del total de ingresos registrado por tal agencia en ese ejercicio. Cada uno de estos clientes figurará en la lista únicamente cuando su contribución al total mundial de ingresos de la agencia de calificación crediticia en ese ejercicio sea superior al 0,25 %, y

c) una relación de las calificaciones crediticias elaboradas durante el año que permita apreciar la proporción de calificaciones crediticias no solicitadas.

A efectos del presente punto, se entenderá por «cliente» una entidad, sus filiales y entidades asociadas en las cuales la entidad posea participaciones superiores al 20 %, así como cualquier otra entidad en relación con la cual haya negociado la estructuración de una emisión de deuda por cuenta de un cliente, siempre que se hayan abonado honorarios, directa o indirectamente, a la agencia de calificación crediticia por la calificación de dicha emisión de deuda.

III. Informe de transparencia

Las agencias de calificación crediticia facilitarán anualmente la siguiente información:

- 1) información detallada sobre la estructura jurídica y sobre la propiedad de la agencia de calificación crediticia, en particular información sobre las participaciones a que se refieren los artículos 9 y 10 de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- 2) una descripción del mecanismo de control interno que garantice la calidad de sus actividades de calificación crediticia;
- 3) estadísticas sobre el personal que destinen a nuevas calificaciones crediticias, a la revisión de calificaciones crediticias, a la evaluación de los métodos o modelos y a cargos de dirección;
- 4) una descripción de su política de conservación de la documentación;
- 5) los resultados del examen anual interno de verificación de la independencia de su función de cumplimiento;

(76) Modificado por RGT UE 513/2011.

6) una descripción de su política de rotación del personal de dirección y de análisis de calificaciones;

7) información financiera sobre los ingresos de la agencia de calificación crediticia, diferenciando entre retribuciones por actividades de calificación crediticia y retribuciones por otras actividades, y facilitando una descripción completa de cada uno de estos conceptos;

8) un informe de gobierno corporativo de conformidad con el artículo 46 bis, apartado 1, de la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad. En dicho informe, la agencia de calificación crediticia incluirá la información a que se refiere el artículo 46 bis, apartado 1, letra d), de dicha Directiva, ya esté o no sujeta a la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

ANEXO II INFORMACIÓN QUE DEBE FACILITARSE EN LA SOLICITUD DE REGISTRO

1. Denominación completa de la agencia de calificación crediticia, dirección del domicilio social en la Comunidad

2. Nombre y datos de una persona de contacto y de la persona responsable del cumplimiento

3. Forma jurídica

4. Clase de calificaciones crediticias en relación con las cuales la agencia de calificación crediticia solicita ser registrada

5. Estructura de la propiedad

6. Estructura organizativa y gobernanza empresarial

7. Recursos financieros para ejercer actividades de calificación crediticia

8. Personal de la agencia de calificación crediticia y sus cualificaciones

9. Información relativa a las filiales de la agencia de calificación crediticia

10. Descripción de los procedimientos y de los métodos utilizados para emitir y revisar las calificaciones crediticias

11. Políticas y procedimientos aplicados para detectar, gestionar y comunicar todos los conflictos de intereses

12. Información sobre los analistas de calificaciones

13. Acuerdos de retribución y de evaluación de resultados

14. Servicios distintos de las actividades de calificación crediticia que la agencia de calificación crediticia tiene intención de facilitar

15. Un programa de actividades en el que figure dónde está previsto que tengan lugar las actividades fundamentales, las sucursales que se han de establecer y el tipo de actividad que se prevé desarrollar

16. Documentos e información detallada relativos al uso previsto del refrendo

17. Documentos e información detallada relativos a los acuerdos previstos de subcontratación, incluida la información sobre las entidades que asuman las funciones de subcontratación.

ANEXO III (77) LISTA DE LAS INFRACCIONES A QUE SE REFIEREN EL ARTÍCULO 24, APARTADO 1, Y EL ARTÍCULO 36 BIS, APARTADO 1

I. Infracciones relacionadas con conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento

1. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 4, apartado 3, cuando refrende calificaciones emitidas en un tercer país sin cumplir las condiciones establecidas en dicho apartado 3, salvo que la causa de la infracción sea ajena al conocimiento o control de la agencia.

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 4, apartado 4, párrafo segundo, cuando utilice el refrendo de calificaciones emitidas en un tercer país con la intención de eludir los requisitos del presente Reglamento.

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 1, cuando no establezca un consejo de administración o de supervisión.

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo primero, cuando no se asegure de que sus intereses comerciales no impiden la independencia o exactitud de las actividades de calificación crediticia.

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo segundo, cuando nombre altos directivos que carezcan de la debida honorabilidad, de capacidad o experiencia suficientes, o no puedan velar por la gestión sana y prudente de la agencia.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo tercero, cuando no nombre el número prescrito de miembros independientes para su consejo de administración o de supervisión.

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo cuarto, cuando establezca un sistema de retribu-

(77) Anexo III añadido por RGT UE 513/2011.

ción de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión que esté vinculado a los resultados empresariales de la agencia o no se fije de modo que quede garantizada la independencia de juicio de aquellos, o cuando fije que el mandato de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión sea por una duración superior a cinco años o sea renovable, o cuando destituya a un miembro independiente del consejo de administración o de supervisión en un caso que no sea por conducta irregular o insuficiencia profesional.

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo quinto, cuando nombre miembros del consejo de administración o de supervisión que no posean suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros, o, si la agencia de calificación crediticia emite calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, cuando no nombre al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo que tengan extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de instrumentos de financiación estructurada.

9. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo sexto, cuando no se asegure de que los miembros independientes del consejo de administración o supervisión desempeñan las misiones de vigilar cualesquiera de las cuestiones a que se refiere el párrafo sexto de dicho punto.

10. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo séptimo, cuando no se asegure de que los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión exponen al consejo periódicamente los dictámenes que hayan emitido respecto de las cuestiones enunciadas en el párrafo sexto de dicho punto o de que comunican dichos dictámenes a la AEVM, a petición de esta.

11. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 3, cuando no implante políticas o procedimientos adecuados que garanticen el cumplimiento de las obligaciones que les incumben en virtud del presente Reglamento.

12. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 4, cuando no disponga de procedimientos administrativos o contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo o mecanismos eficaces de control o salvaguardia de sus sistemas informáticos; o cuando no aplique o mantenga procedimientos de adopción de decisiones o estructuras organizativas según lo prescrito en dicho punto.

13. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 5, cuando no implante o mantenga un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz («función de cumplimiento»), que funcione de forma independiente.

14. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A,

punto 6, párrafo primero, cuando no vele por que se cumplan las condiciones que permitan a la función de cumplimiento ejercer sus responsabilidades de forma adecuada o independiente, según se define en el párrafo primero de dicho punto.

15. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 7, cuando no implante procedimientos organizativos o administrativos adecuados y eficaces destinados a impedir, detectar, eliminar o gestionar y hacer público todo conflicto de intereses a que se refiere el anexo I, sección B, punto 1, o cuando no se encargue de que se lleven registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de las actividades de calificación crediticia, incluidas las normas relativas a los analistas a que se hace referencia en el anexo I, sección C, así como las medidas de protección aplicadas para mitigar esos riesgos.

16. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 8, cuando no emplee sistemas, recursos o procedimientos adecuados con vistas a garantizar la continuidad y regularidad de sus actividades de calificación crediticia.

17. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 9, cuando no establezca una función de revisión:

a) a la que corresponderá examinar periódicamente los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen, o cualquier cambio o modificación significativos que sufran tales métodos y modelos, o la idoneidad de los métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación, si se utilizan o está previsto que se utilicen para el análisis de nuevos instrumentos financieros;

b) que sea independiente de los servicios operativos responsables de llevar a cabo las actividades de calificación crediticia, o

c) que informe a los miembros del consejo de administración o de supervisión.

18. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 10, cuando no compruebe o evalúe la idoneidad y eficacia de sus sistemas, sus mecanismos de control interno y otras disposiciones tomadas de conformidad con el presente Reglamento, o cuando no adopte las medidas oportunas para corregir toda posible deficiencia.

19. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 1, cuando no detecte, elimine o gestione ni comunique de forma clara o destacada todo conflicto de intereses, ya sea real o potencial, que pueda influir en los análisis o en la opinión de los analistas de calificaciones, los empleados u otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia, y que participen directamente en la emisión de calificaciones crediticias, o de las personas responsables de aprobar dichas calificaciones.

20. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 3, párrafo primero, cuando emita una calificación crediticia en cualesquiera de las circunstancias enunciadas en el párrafo primero de dicho punto o, en el caso de una calificación ya existente, cuando no comuniquen inmediatamente que la calificación está potencialmente comprometida por dichas circunstancias.

21. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 3, párrafo segundo, cuando no evalúe de forma inmediata si hay motivos para reevaluar o retirar una calificación crediticia existente.

22. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo primero, cuando preste a la entidad calificada o a un tercero vinculado a ella servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado a ella.

23. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo tercero, primera parte, cuando no vele por que la prestación de servicios auxiliares no entre en conflicto de intereses con sus actividades de calificación crediticia.

24. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 5, cuando no vele por que los analistas de calificaciones o las personas que aprueban calificaciones no formulen propuestas o recomendaciones en relación con la configuración de instrumentos de financiación estructurada con respecto a los cuales esté previsto que la agencia emita una calificación crediticia.

25. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 6, cuando no organice sus canales de información o de comunicación de forma que quede garantizada la independencia de las personas a las que se refiere la sección B, punto 1, respecto de las demás actividades de la agencia que se lleven a cabo a título comercial.

26. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 8, párrafo segundo, cuando no conserve su documentación al menos durante tres años tras su baja en el registro.

27. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 1, cuando no vele por que los analistas de calificaciones, sus empleados o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a su disposición o bajo su control y que intervengan directamente en las actividades de calificación crediticia posean los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de las funciones atribuidas.

28. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 2, cuando no vele por que las personas mencionadas en el artículo 7, apartado 1, no inicien ni participen en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad

calificada, un tercero vinculado o una persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con la entidad calificada.

29. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 3, letra a), cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección adopten cuantas medidas resulten razonables para proteger los bienes o la documentación en posesión de la agencia frente a todo fraude, hurto o mal uso, teniendo en cuenta la naturaleza, envergadura y complejidad de sus operaciones y la naturaleza y el alcance de sus actividades de calificación crediticia.

30. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 5, cuando haga sufrir consecuencias negativas a una persona contemplada en el punto 1 de dicha sección, por haber dicha persona dado cuenta al responsable del cumplimiento de que otra persona contemplada en el punto 1 de dicha sección ha incurrido en una conducta que considera ilícita.

31. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 6, cuando, en el caso de un analista de calificaciones que al finalizar su relación de empleo se una a una entidad calificada en cuya calificación haya intervenido o a una entidad financiera con la que haya estado en relación como consecuencia de sus funciones en la agencia, no reexamine el trabajo que a ese respecto haya realizado el analista en los dos años previos a su partida.

32. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 1, cuando no vele por que las personas a que se refiere dicho punto no adquieran, vendan o realicen ningún tipo de operación relacionada con cualesquiera de los instrumentos financieros a que se refiere dicho punto.

33. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 2, cuando no vele por que las personas a que se refiere dicho punto no participen ni influyan de ningún otro modo en la determinación de una calificación crediticia con arreglo al punto 2 de dicha sección.

34. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 3, letras b), c) y d), cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 no divulguen ni utilicen información a tenor de dichas letras.

35. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 4, cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección no soliciten ni acepten dinero, obsequios o favores de ninguna persona con la que la agencia mantenga relaciones de negocios.

36. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 7, cuando no vele por que las personas a que se refiere

re el punto 1 de dicha sección no asuman funciones destacadas de dirección en la entidad calificada o en terceros vinculados en los seis meses siguientes a la emisión de la calificación crediticia.

37. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra a), cuando no vele por que los analistas principales de calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a cuatro años.

38. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra b), cuando no vele por que los analistas de calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a cinco años.

39. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra c), cuando no vele por que las personas que aprueban las calificaciones crediticias no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a siete años.

40. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo segundo, cuando no vele por que las personas a que se hace referencia en el párrafo primero, letras a), b) y c), de dicho punto no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados en los dos años siguientes al final de los períodos establecidos en dichas letras.

41. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 5, cuando subordine las retribuciones o la evaluación de los resultados a la cuantía de ingresos que la agencia obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados.

42. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 2, cuando no adopte, aplique o haga cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias que emita se basen en un análisis completo de toda la información de que disponga y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus métodos de calificación.

43. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 3, cuando no emplee métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva.

44. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 4, primer párrafo, cuando se niegue a emitir una calificación crediticia con respecto a una entidad o un instrumento financiero por el hecho de que una parte de la entidad o el instrumento hayan sido calificados, con anterioridad, por otra agencia de calificación crediticia.

45. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 4, segundo párrafo, cuando no conserve constancia documental de todos los casos en que, con ocasión de su proceso de calificación crediticia, se aparte de las calificaciones existentes emitidas por otra agencia en relación con activos subyacentes o instrumentos de financiación estructurada, o no justifique esa evaluación diferente.

46. La agencia de calificación crediticia infringirá la primera frase del artículo 8, apartado 5, cuando no realice un seguimiento de sus calificaciones o no revise sus calificaciones crediticias y sus métodos de manera permanente y al menos una vez al año.

47. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 5, segunda frase, cuando no establezca mecanismos internos para controlar el impacto de los cambios de las condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros sobre las calificaciones crediticias.

48. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra b), en el supuesto de que se modifiquen los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizados en las actividades de calificación, la agencia de calificación crediticia, cuando no revise de conformidad con dicha letra las calificaciones crediticias afectadas o cuando no mantenga entretanto dichas calificaciones en observación.

49. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra c), cuando no reevalúe una calificación crediticia que se haya basado en los métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación modificados, si el efecto combinado general de las modificaciones afecta a estas calificaciones crediticias.

50. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 9 cuando subcontrate funciones operativas importantes de manera que ello perjudique sensiblemente a la calidad del control interno de la agencia o a la capacidad de la AEVM para controlar que la agencia cumple las obligaciones previstas en el presente Reglamento.

51. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, punto 4, párrafo segundo, cuando emita una calificación o no retire una calificación existente aunque la falta de datos fiables, la complejidad de la estructura de un nuevo tipo de instrumento financiero o la insuficiente calidad de la información existente no resulten satisfactorias o planteen serias dudas sobre la fiabilidad de la calificación que pueda emitir.

52. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 6, cuando utilice el nombre de la AEVM o de toda autoridad competente de manera que indique o sugiera refrendo o aprobación por parte de la AEVM o de toda autoridad competente de las calificaciones crediticias o de cualesquiera actividades de calificación crediticia de la agencia.

53. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 13 cuando cobre honorarios por la información facilitada de conformidad con los artículos 8 a 12.

54. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 14, apartado 1, cuando, tratándose de una persona jurídica establecida en la Unión, no solicite su registro a efectos del artículo 2, apartado 1.

II. Infracciones relacionadas con obstáculos a la actividad de supervisión

1. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 7, cuando no disponga que se conserve la documentación o las pistas de auditoría de sus actividades de calificación crediticia con arreglo a dichas disposiciones.

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 8, párrafo primero, cuando no conserve en sus locales durante al menos cinco años la documentación o las pistas de auditoría a que se refiere el punto 7 o cuando, tras ser requerida, no facilite dicha documentación o dichas pistas de auditoría a la AEVM.

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 9, cuando no conserve la documentación que recoja los respectivos derechos y obligaciones que incumban a la agencia o a la entidad calificada o terceros vinculados a ella en virtud de un contrato de prestación de servicios de calificación crediticia durante al menos el tiempo que dure la relación con dicha entidad calificada o terceros vinculados a ella.

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 2, cuando no facilite la información solicitada o no la facilite en el formato preceptivo a tenor de dicho apartado.

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección E, parte I, punto 2, cuando no facilite a la AEVM una lista de sus servicios auxiliares.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 14, apartado 3, párrafo segundo, cuando no notifique a la AEVM toda modificación significativa de las condiciones de registro inicial de conformidad con dicho párrafo.

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 23 ter, apartado 1, cuando facilite información incorrecta o engañosa en respuesta a una simple solicitud de información al amparo del artículo 23 ter, apartado 2, o en respuesta a una decisión por la que se exija información de conformidad con el artículo 23 ter, apartado 3.

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 23 quater, apartado 1, letra c), cuando dé respuestas incorrectas o engañosas a las preguntas formuladas de conformidad con dicha letra.

III. Infracciones en relación con las disposiciones sobre divulgación de información

1. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto

2, cuando no haga públicos los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados a ella de los que provenga más del 5 % de sus ingresos anuales.

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo tercero, segunda parte, cuando no divulgue en los informes de calificación definitivos los servicios auxiliares prestados a la entidad calificada o a cualquier tercero vinculado.

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 1, cuando no haga públicos los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales que utilice en sus actividades de calificación crediticia, tal como se describen en el anexo I, sección E, parte I, punto 5.

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra a), en el supuesto de que se modifiquen los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizados en las actividades de calificación, cuando no comunique de inmediato las calificaciones crediticias que se verán probablemente afectadas o cuando las comunique sin valerse de los mismos medios de comunicación utilizados para la difusión de las calificaciones crediticias afectadas.

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 1, cuando no divulgue de forma no selectiva o sin demoras la decisión de suspender una calificación crediticia, incluida una motivación exhaustiva de tal decisión.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, puntos 1 o 2, punto 4, párrafo primero, o punto 5, o parte II, cuando no facilite la información que requieren esas disposiciones al emitir una calificación.

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, punto 3, cuando no informe a la entidad calificada como mínimo doce horas antes de la publicación del resultado de la calificación crediticia.

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 3, cuando no vele por que las categorías de calificación que se atribuyan a los instrumentos de financiación estructurada estén claramente diferenciadas, mediante un símbolo adicional que las distinga, de las categorías utilizadas para cualquier otro tipo de entidades, instrumentos financieros u obligaciones financieras.

9. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 4, cuando no divulgue su política en materia de calificaciones crediticias no solicitadas o los procedimientos que aplique al respecto.

10. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 5, cuando no facilite la información prescrita por dicho apartado al emitir una calificación crediticia no solicitada o cuando no presente como tales las calificaciones crediticias no solicitadas.

11. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 1, cuando no haga totalmente pública o no

actualice de inmediato la información relativa a las materias enunciadas en el anexo I, sección E, parte I.

ANEXO IV (78)
LISTA DE LOS COEFICIENTES LIGADOS
A LOS FACTORES AGRAVANTES O ATENUANTES
EN RELACIÓN CON LA APLICACIÓN
DEL ARTÍCULO 36 BIS, APARTADO 3

Los siguientes coeficientes serán aplicables acumulativamente a las cuantías de base a que se refiere el artículo 36 bis, apartado 2, en función de cada uno de los siguientes factores agravantes o atenuantes:

I. Coeficientes de adaptación ligados a factores agravantes

1. Si la infracción se cometió reiteradamente, se aplicará un coeficiente adicional de 1,1 a cada uno de los casos.

2. Si la infracción se cometió durante más de seis meses, se aplicará un coeficiente de 1,5.

3. Si la infracción puso de manifiesto deficiencias sistémicas en la organización de la agencia de calificación crediticia, en particular en lo que respecta a sus procedimientos, sistemas de gestión o controles internos, se aplicará un coeficiente de 2,2.

(78) Anexo IV añadido por RGT UE 513/2011.

4. Si la infracción tuvo un efecto negativo en la calidad de las calificaciones emitidas por la agencia de calificación crediticia afectada, se aplicará un coeficiente de 1,5.

5. Si la infracción se cometió dolosamente, se aplicará un coeficiente de 2.

6. Si no se adoptaron medidas correctoras desde que se descubrió la infracción, se aplicará un coeficiente de 1,7.

7. Si los altos directivos de la agencia de calificación crediticia no cooperaron con la AEVM en sus investigaciones, se aplicará un coeficiente de 1,5.

II. Coeficientes de adaptación ligados a factores atenuantes

1. Si la infracción figura entre los casos contemplados en el anexo III, secciones II o III, y se cometió durante menos de 10 días laborables, se aplicará un coeficiente de 0,9.

2. Si los altos directivos de la agencia de calificación crediticia pueden demostrar que tomaron todas las medidas necesarias para evitar la infracción, se aplicará un coeficiente de 0,7.

3. Si la agencia de calificación crediticia puso la infracción en conocimiento de la AEVM rápida, efectiva y completamente, se aplicará un coeficiente de 0,4.

4. Si la agencia de calificación crediticia adoptó voluntariamente medidas para garantizar que no pueda volver a cometerse una infracción similar, se aplicará un coeficiente de 0,6.

COLABORADORES

CARBÓ VALVERDE, Santiago. Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia. Doctor (PhD) in *Economics* y *Master in Banking and Finance* por la University of Wales, Bangor (Reino Unido). Es catedrático de universidad de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Granada. Es director de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Es profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivive). Por otro lado, es investigador y consultor del Banco de la Reserva Federal de Chicago desde 2008. En la actualidad, es además director de Estudios y Análisis Estratégico de Banco Mare Nostrum. Ha sido y es asesor de instituciones públicas, como el Banco Central Europeo, y también privadas, como entidades financieras y consultoras de prestigio internacional. Autor de más de doscientos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *European Economic Review*, *Review of Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of International Money and Finance* y *Journal of Banking and Finance*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20) y en varios bancos centrales e instituciones regulatorias.

CÓRDOBA BUENO, Miguel. Profesor agregado de Economía Financiera de la Universidad CEU-San Pablo, habiendo impartido docencia también en las universidades Complutense de Madrid y Carlos III. Obtuvo el premio extraordinario de licenciatura en Ciencias Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid en 1982. Durante 34 años trabajó para el Grupo BBVA en diversos puestos, entre ellos subdirector general de BBV Interactivos y director de Promoción de Negocio de Tesorería y Mercado de Capitales. También ha sido director financiero de Adquiria (*joint-venture* de Telefónica, BBVA, Repsol e Iberia para negocio B2B) y director financiero del Grupo Naturhouse, puesto que desempeña en la actualidad. Es autor de nueve libros sobre finanzas y sobre toma de decisiones, y coautor de otros tantos.

GRIFFITHS, Alex. Es jefe del equipo de investigación internacional para los grupos de empresas de Fitch Ratings en EMEA y Asia-Pacífico. Él es el responsable de la coordinación y la producción de los informes de investigación intersectoriales para los grupos de empresas y del desarrollo de su rango de investigación de producto. Se unió a Fitch en la oficina de Londres en 2005 como analista de empresas en el equipo de TMT, donde se especializó en el sector de prensa y comunicación. Anteriormente, estuvo ocho años en la oficina TMT de Deloitte, donde ganó experiencia desde servicios de transacciones hasta auditoría, transacciones de IFRS, tareas de peritaje e investigación sectorial. Cursó Economía en la Universidad de Cambridge, y es miembro del Instituto de Contables Colegiados de Inglaterra y Gales.

LOSADA LÓPEZ, Ramiro. Técnico del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). En este Departamento de la CNMV trabaja realizando diversos estudios relacionados con los mercados de valores. En los últimos años, ha realizado diversos artículos sobre agencias de *rating*, transparencia en los mercados de bonos y protección a inversores minoristas. Es licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad el País Vasco, doctor en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid y master en Finanzas Cuantitativas por la Escuela de Finanzas Aplicadas, perteneciente al grupo AFI.

MARQUÉS-IBÁÑEZ, David. Trabaja como economista en el Departamento de Investigación Financiera del Banco Central Europeo. Con anterioridad, trabajó como economista en el Departamento de Política Monetaria, desde 1999 hasta 2008. Estudió en la Universidad Complutense, la Universidad de Florencia y la Universi-

dad de Granada, donde obtuvo su licenciatura. David obtuvo un master y doctorado en la Universidad de Gales, Bangor, financiada por la Fundación ICO. Ha trabajado y coordinado trabajos de economía aplicada sobre las condiciones financieras en Europa y la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Ha publicado en diversas revistas, incluyendo *European Economic Review*, *Journal of Banking and Finance*, *Handbook of Banking* (Oxford University Press), *Economic Policy* y *Journal of Financial Stability*, entre otras.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y doctor en Economía por la Universidad de Granada, en la que es profesor titular de Fundamentos del Análisis Económico. Ha realizado estudios de postgrado en la Universidad de Módena y en la Universidad de Bolonia (Italia). Ha sido investigador visitante en la Universidad de Bangor (Gales), en la Universidad de Alberta de Edmonton (Canadá), y en el Departamento de Investigación de la Reserva Federal de Chicago. En la actualidad, es investigador de la Dirección de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Ha llevado a cabo proyectos de investigación competitivos en las redes del Ministerio de Ciencia e Innovación (España), el Consejo de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía y otras instituciones, como la Comisión Europea. Ha publicado más de cincuenta artículos sobre temas relacionados con los sistemas financieros, el sector bancario, la competencia y el crecimiento económico, en revistas nacionales e internacionales como *Review of Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *European Urban and Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions and Money*, *Moneda y Crédito*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada* y *Papeles de Economía Española*.

SAUGAR ÁLVAREZ, Raúl. Madrid, 1977. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid. Ha cursado estudios de DEA en Derecho Internacional Público y Relaciones Internacionales en el Instituto Universitario Ortega y Gasset. Funcionario de carrera del Cuerpo Superior de Administradores Civiles del Estado. Ha ocupado diversos cargos en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, participando como negociador español en el consejo de numerosas iniciativas en el ámbito de la política financiera. Consejero del Consorcio de Compensación de Seguros 2009-2010. Actualmente, y desde 2009, es subdirector general de Legislación y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad, y Consejero del Instituto de Crédito Oficial. También es el miembro en representación de España del Comité Bancario Europeo, del Comité Europeo de Valores, del Comité Europeo de Conglomerados Financieros y del Comité Europeo de Pagos.

SORIANO, Juan Pablo. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid y master en Finanzas por la Universidad de Nueva York (NYU). Lleva quince años en Moody's, donde ha desempeñado diversas posiciones. Estuvo encargado del mercado de la titulización en España y Portugal, y desde hace cinco años es el encargado a escala mundial de los *covered bonds* (entre los que se incluye la cédula hipotecaria y el *Pfandbrief* alemán). También es el director general de Moody's para la Península Ibérica. Anteriormente trabajó como operador de Bolsa para el despacho de Iluminada García Díaz y en el antiguo Banco Central Hispanoamericano en Nueva York y en Madrid.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. Catedrático acreditado en Derecho Mercantil en la Universidad Complutense de Madrid. Abogado socio del Estudio Jurídico Sánchez Calero. Ex letrado de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Especialista en regulación de los mercados financieros. Es autor de varios libros y de tres manuales sobre derecho bancario, de seguros y pensiones, y del mercado de valores. Ha intervenido en los grupos de trabajo del Consejo de la Unión Europea y como asesor de la Comisión

Europea y del Comité Económico y Social en los trabajos preparatorios de las directivas financieras y societarias. En particular, ha actuado como experto de la Comisión Europea en el Grupo de Expertos para la evaluación del Plan de Acción de Servicios Financieros (*Financial Services Action Plan*, FSAP).

TRUJILLO DEL VALLE, José Antonio. Presidente ejecutivo de Inter-Money Titulización SGFT, SA. Ph.D. por la Universidad de Minnesota y profesor titular (en excedencia) del departamento de Fundamentos de Análisis Económico en la Universidad Complutense

de Madrid. Ha trabajado en diversas instituciones financieras españolas desde 1988. Con una extensa experiencia en la asesoría financiera a entidades de crédito, y en particular en la estructuración de operaciones de financiación y la administración de fondos de titulización. Presente en el mercado de titulización en España desde su origen en 1991. También ha ejercido como consultor independiente para instituciones financieras, para el Banco Interamericano de Desarrollo y para gobiernos regionales españoles en materia de financiación de infraestructuras. Autor de varios libros y numerosos artículos sobre teoría económica y finanzas.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante).
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa).
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana).
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent).
CAIXA PENEDÉS (Caixa d'Estalvis del Penedés).
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias).
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria).
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos).
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila).
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz).
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos).
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura).
CAJA ESPAÑA Y CAJA DUERO (Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad).
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada).
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón).
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M.P. de Madrid).
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia).
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra).
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de la Rioja).
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia).
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando, de Guadalajara, Huelva, Jerez y Sevilla).
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias).
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo).
CATALUNYA CAIXA (Caja d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa).
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença).
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja).
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Guipuzkoa y San Sebastián).
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona).
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias).
NOVA CAIXA GALICIA (Caixa de Aforros de Galicia, Vigo, Ourense e Pontevedra).
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de Baleares).
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén).
UNNIM (Caixa d'Estalvis Unió de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrassa).
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava).

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 129. Aspectos económicos y sociales de la dependencia

N.º 130. El futuro del sector bancario

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 101. Cuestiones fiscales de las entidades de crédito

N.º 102. Agencias de calificación crediticia

PANORAMA SOCIAL

N.º 13. Retos actuales de la sociedad española

N.º 14. El ocio de los españoles

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 224. El ahorro que no nos llega

N.º 225. Deberes para la próxima legislatura

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: <http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81

suscrip@funcas.es

AÑO 2011

Deseo suscribirme a:

	Euros	
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	55,00	
Números sueltos	17,00	
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	48,00	
Números sueltos	17,00	
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	66,00	
Números sueltos	13,00	
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números)	25,00	
Números sueltos	15,00	
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar)	13,00	(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm. ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social

Profesión, actividad o departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país


Fecha Correo electrónico

☐ Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará

LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre

en la siguiente Cuenta corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello, 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

NATURALEZA Y FUNCIONES DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Alberto Javier Tapia Hermida

En este artículo, su autor se ocupa, en primer término, de la naturaleza de las agencias de calificación crediticia, examinando su noción, sus tipos y los requisitos estructurales y funcionales que deben cumplir, para después analizar sus funciones, centradas en la emisión de calificaciones y su modelo de competencia reputacional, y acabar evaluando la responsabilidad civil o administrativa que, en su caso, pueda resultar exigible por su actuación.

Las agencias de calificación crediticia son entidades jurídicas que emiten calificaciones con vistas a la evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores y otros instrumentos financieros. Su tipología es variada, distinguiéndose según el ámbito material de su actividad o su ámbito geográfico de actuación y su tamaño.

Para el cumplimiento de su función, deben reunir ciertos requisitos estructurales (forma de persona jurídica, objeto social preferente o exclusivo, medidas de gobierno corporativo y otras), así como requisitos funcionales (independencia y gestión eficiente de los posibles conflictos de intereses, y aspectos técnicos referentes a la exigible profesionalidad, entre otros).

Su función básica, la calificación crediticia, puede definirse como la emisión de dictámenes acerca de la solvencia de una entidad o un instrumento financiero, que, en cuanto «opiniones» sobre la solvencia futura, no proporcionan una garantía sobre la evolución de la entidad o el instrumento calificados. Tras realizar una serie de clasificaciones de las calificaciones crediticias, el autor se ocupa de su caracterización, señalando su doble carácter como actividad pública y privada. Los rasgos básicos del proceso de calificación crediticia son su calidad, su vigencia y su integridad, así como su transparencia y su oportunidad.

El efecto fundamental de la calificación crediticia estriba en que, al ofrecer información sobre la situación de la entidad o el instrumento calificado, permite a los inversores calibrar mejor el riesgo en que incurren en sus relaciones con la entidad emisora, y sirve de criterio para medir la cuantía de los intereses que la clientela puede mostrarse dispuesta a aceptar.

En consecuencia, por una parte, cuando las agencias realizan su actividad de calificación, no deben verse condicionadas por los efectos que pueden causar sus calificaciones sobre los sujetos implicados (principio de indiferencia del impacto de sus calificaciones) y, por otra, la aceptación generalizada de las calificaciones de una agencia por parte de los emisores resulta relevante para su homologación oficial.

Por su naturaleza, la reputación de las agencias resulta fundamental, ya que la calidad de las calificaciones sólo puede comprobarse *ex post*. Esta competencia reputacional se refuerza en cuanto que las regulaciones de determinados intermediarios financieros o de algunos inversores institucionales exigen o promueven la «compra» por estas entidades de instrumentos financieros calificados por agencias homologadas, y tal homologación exige acreditar buena reputación. De aquí que el nivel de concentración de las agencias haya determinado un importante grado de oligopolio, que actualmente se trata de corregir alentando la incorporación de nuevas agencias y evitando la competencia desleal y conductas colusorias o abusivas.

El artículo finaliza con un amplio apartado en el que se estudia la responsabilidad de las agencias de calificación, tanto desde la perspectiva civil como desde la administrativa.

EL FUTURO DE LA REGULACIÓN EUROPEA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Raúl Saugar Álvarez

A la vista de la experiencia generada a partir de la crisis de 2007, tres aspectos del funcionamiento de las agencias de calificación crediticia han aparecido como necesariamente mejorables: la asunción acrítica de las calificaciones por parte de sus usuarios, la creciente complejidad de los instrumentos financieros, y los procesos y métodos empleados por las agencias.

A pesar de esta situación, la mayoría de los estados miembros no había regulado las actividades de las agencias. Hubo que esperar al Reglamento 1060/2009/CE para que se adoptaran medidas dirigidas a aumentar la calidad de las calificaciones. Posteriormente, el Reglamento (UE) 513/2011 modificó el Reglamento 1060/2009 para otorgar a la recién creada Agencia Europea de Valores y Mercados los poderes exclusivos de supervisión a escala europea. No obstante, la evolución de los mercados ha demostrado la insuficiencia de la actual regulación, por lo que se buscan nuevas soluciones a través de la propuesta de reglamento hecha pública en los últimos días de 2011. A exponer su contenido se dedica este artículo de Raúl Saugar, Subdirector General de Legislación y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad. Las principales medidas contenidas en la propuesta de reglamento son las siguientes:

1) Para reducir la excesiva dependencia de las calificaciones, derivada de una confianza mecánica en las calificaciones externas, se incentiva el uso del método de modelos internos, esto es, las propias instituciones financieras deberán realizar su propia evaluación del riesgo de crédito; se reduce la referencia a las calificaciones crediticias cuando puedan dar lugar a calificaciones mecánicas; se perfecciona la información sobre los instrumentos de financiación estructurada, y se exige su doble calificación crediticia cuando un emisor o un tercero vinculado se proponga solicitar la calificación crediticia de una titulación.

2) Se pretende reformar la independencia de las agencias de calificación de usuarios y propietarios, a través de distintas vías.

3) Se intenta eliminar las diferencias entre las distintas escalas de calificación utilizadas por las agencias, para lo cual éstas deberán comunicar información sobre la calificación basándose en una escala armonizada. Con esta información, se establecerá un Índice Europeo de Calificación Crediticia. Por otra parte, se establecen medidas en relación con los honorarios de las agencias.

4) Para los casos en que un inversor se vea seriamente afectado por una calificación defectuosa, se regula la responsabilidad civil de la agencia.

5) En relación con las calificaciones de la deuda soberana de los estados, se establece la necesidad de su revisión cada seis meses, en lugar de cada doce como actualmente se contempla, y se refuerzan las obligaciones de información.

Por último, el artículo contiene un somero análisis de la regulación que Estados Unidos, como país donde están establecidas las matrices de los grupos más relevantes de agencias, ha impuesto a sus agencias, señalando que, aunque existen pequeñas diferencias entre la normativa americana y la de la Unión Europea, los objetivos perseguidos y las herramientas utilizadas con carácter general son similares.

LOS LÍMITES DEL RATING

José Antonio Trujillo del Valle

La influencia de las agencias de calificación parece desmedida, y éstas han devenido en un foco de inestabilidad para el sistema. El sig-

nificado de los *ratings* debe ser puesto en cuestión y tomado en consideración a la hora de establecer los límites de su utilización, especialmente en su función certificadora, pues los problemas que generan se derivan de su intrusión cada vez más extendida en leyes, reglamentos, normas y contratos, públicos y privados. La existencia de las agencias de calificación responde a la desigual información en poder de inversores y emisores de deuda. La presencia de expertos independientes especializados en el análisis de riesgo de crédito es, además, necesaria por la complejidad de algunos instrumentos financieros. Han tenido un papel muy positivo en el desarrollo de los mercados y en la expansión del crédito, y son un instrumento necesario para el funcionamiento del sistema financiero, del que ya forman parte inseparable. Sin embargo, no todo son elementos positivos y, precisamente por la importancia que han adquirido unas y otros, los elementos negativos se han hecho más notorios y preocupantes. Hay diferencias fundamentales de significado entre los *ratings* de las distintas agencias, pues utilizan criterios distintos de medida de riesgo. No es igual expresar el riesgo en términos de probabilidad de fallido que en términos de pérdida esperada. No hay equivalencia posible entre las escalas de las agencias que pueda ser enunciada con carácter general. Además, las agencias otorgan un significado a sus *ratings* exclusivamente ordinal; sin embargo, la regulación, por ejemplo en el caso de su aplicación a los requisitos de capital para las entidades de crédito, asigna implícitamente valores absolutos. La evidencia empírica sobre la validez del *rating* como instrumento de ordenación de riesgos es muy escasa, incluso en su aspecto exclusivamente ordinal. En general, en todos sus ámbitos de aplicación, se puede afirmar que los *ratings* diferencian correctamente cuando se trata de separar los denominados niveles de inversión de los especulativos, e incluso dentro de los distintos niveles de estos últimos, pero no más. Sin embargo, prácticamente no existe evidencia que permita afirmar algo similar cuando se trata de activos situados en los distintos niveles de inversión. De hecho, la obtención de evidencia sobre el comportamiento de emisores y activos situados en la parte alta de las escalas de *rating* es casi un imposible, tanto por la escasez de observaciones de fallido como por los condicionantes del significado del *rating* que las agencias dicen defender. La escasa evidencia empírica contrasta con la precisión y el rigor con la que la regulación utiliza las escalas de *rating*. El requisito de grado de inversión, una frontera muy utilizada en la regulación, aunque no pueda ser identificada con un valor absoluto de probabilidad de fallido o pérdida, al menos tiene cierto soporte empírico. Sin embargo, la frontera del Triple-A, cada vez más utilizada y primada por los reguladores, carece de cualquier soporte.

El papel de las agencias en la gestación de la burbuja de deuda, el estallido de la crisis y su posterior evolución ha dado lugar a nueva regulación que pretende limitar los problemas derivados tanto de su modelo de negocio como de la ausencia de responsabilidad. No obstante, hasta el momento la regulación es de alcance muy limitado, y no entra en los aspectos más importantes: el significado de los *ratings* y el alcance de su utilización. Es evidente la dificultad de eliminar los *ratings* de la regulación financiera a corto plazo; sin embargo, sí se debería modular atendiendo a lo que la evidencia empírica y el sentido común nos dicen. El esfuerzo de las agencias por aportar más información afinando las escalas va en la dirección equivocada. Se debe abandonar la utopía de disponer de un indicador sintético del riesgo con pretensiones de universalidad y transversalidad. No es en la «finura» de las escalas donde se debe mejorar, aunque sus escalones deberían limitarse drásticamente a efectos regulatorios, sino quizás en utilizar indicadores multivariantes adaptados en cada caso al ámbito de su aplicación, pues no es lo mismo pretender categorizar el riesgo de una empresa industrial que el de un producto de financiación estructurada. Por lo que respecta al *rating* de la deuda de los países, los episodios de inestabilidad a los que recientemente hemos asistido, como consecuencia de cambios o avisos de posibles cambios de *rating*, no sólo en países en situación crítica sino también cuando se ha tratado de países de la más alta calificación, deberían ser razón suficiente para la eliminación de cualquier mención a los *ratings* en la regulación. Hay evidencia de que, especialmente en este ámbito, los *ratings* no son un indicador adelantado de riesgo, sino

retrasado. Esto hace que los cambios y avisos de posibles cambios de *rating* no contengan información nueva, puedan ser considerados ruido y sean procíclicos. Finalmente, para mitigar el ruido creado por la información de las agencias, deberían regularse sus procedimientos de difusión de información. Los *ratings* y las opiniones de las agencias contienen información susceptible de afectar a los mercados, y por tanto es exigible que no se produzcan situaciones de información privilegiada. Si los *ratings* están en la regulación y las agencias se benefician de dicha situación, es exigible que la información que generan sea de libre acceso, sin coste y de difusión imparcial. Si no pueden ser sujetos de responsabilidad por las opiniones que emiten, sí deben serlo por cómo las transmiten.

CALIFICACIÓN CREDITICIA, TITULIZACIÓN Y CRISIS FINANCIERA: EVIDENCIA PARA ESPAÑA

Santiago Carbó Valverde, David Marqués-Ibáñez y Francisco Rodríguez Fernández

La crisis financiera ha evidenciado fallos de mercado que sugieren la necesidad de reformar distintos aspectos del funcionamiento de los mercados e instrumentos financieros. En concreto, las titulizaciones de activos y la calificación o *rating* de éstos se han revelado como elementos que requieren mejoras en su funcionamiento, regulación y supervisión.

Este artículo analiza, entre otros temas, los efectos de los *ratings* de las titulizaciones sobre el crédito, con especial atención al caso español. Se parte analizando los resultados de los estudios que han identificado tanto beneficios de la titulización (incluyendo una mayor liquidez y profundidad de mercado) como efectos potencialmente negativos (tales como un apetito excesivo por el riesgo y relajación de los estándares de evaluación crediticia). En este punto, se pasa revista a los problemas de incentivos y de transparencia informativa que afrontan las agencias de *rating* en la evaluación de estos títulos, y que han podido explicar la falta de sincronía entre el *rating* otorgado a algunos instrumentos antes de la crisis y su rendimiento durante la crisis. Además, se ofrece alguna evidencia empírica para España, aportada por investigaciones recientes. Estos estudios muestran que los cambios en la calificación de las agencias de *rating* parecen reaccionar con cierto retardo al aumento del riesgo de los créditos, y que la morosidad de estos créditos es mayor para las entidades financieras que más crecimiento del crédito experimentaron en los años anteriores a la crisis. A su vez, el crecimiento del crédito pudo verse estimulado por un mayor recurso a la titulización crediticia. Tomados en su conjunto, estos resultados sugieren que la información que las agencias de *rating* pueden haber proporcionado a los inversores no refleja los posibles riesgos de solvencia a largo plazo de forma adecuada y, por lo tanto, que es preciso aumentar su eficiencia informativa. Entre otros factores, algunos resultados sugieren que las agencias de calificación han variado sus *ratings* influidas, en parte, por características ajenas a los activos subyacentes de los títulos que evalúan (por ejemplo, la rentabilidad o la solvencia del emisor).

REGULACIÓN RECIENTE DE LAS AGENCIAS DE RATING

Ramiro Losada López

Las agencias de *rating* forman una industria que tiene unas características especiales. Al ofrecer un servicio donde se transmite información, la reputación es el principal activo con que cuenta una agencia. Sólo si sus clientes finales, los inversores, se fían del diagnóstico que dan sobre la capacidad crediticia del emisor o de la emisión su negocio tendrá éxito.

El hecho de que el principal activo de las agencias sea su reputación condiciona en gran medida que la estructura de esta industria sea oligopolística. La construcción de una reputación para una nueva

agencia es un proceso costoso. Sólo se logra después de emitir *ratings* que reproducen fielmente la capacidad crediticia de emisores y emisiones durante mucho tiempo. Esto hace que la entrada en esta industria de nuevas agencias que alcancen un alto grado de reputación sea infrecuente, y que el mercado se reparta entre un número muy reducido de agencias.

Por tanto, la industria del *rating* tiene relación con dos fallos de mercado: la competencia imperfecta y la información imperfecta. Esto la hace susceptible de estar sujeta a la regulación pública. Sin embargo, la intervención pública no se empezó a plantear como necesaria hasta que las autoridades comenzaron a utilizar los *ratings* como *input* de la regulación financiera. Las autoridades financieras vieron la oportunidad de usar los *ratings* como un instrumento para conocer la capacidad crediticia de sus emisores y para calibrar las obligaciones regulatorias que algunos inversores, por ejemplo las entidades de crédito, debían cumplir.

El uso de los *ratings* como *input* en la regulación financiera trajo consecuencias para las agencias de *rating*. Por un lado, hizo que, además del valor informativo que tienen los *ratings*, también tuvieran un valor regulatorio para los inversores y emisores, el cual no depende directamente de la reputación que tengan los *ratings* de la agencia que los haya emitido. Por otro, las autoridades financieras, con el ánimo de asegurar que los *ratings* que utilizan en su regulación tuvieran un mínimo de calidad, establecieron sistemas para discriminar entre las agencias y sólo usar los *ratings* de algunas de ellas.

Estos sistemas, especialmente el antiguo sistema denominado *National Registered Statistical Rating Organization* (NRSRO), que se aplicaba en Estados Unidos, introdujo barreras a la entrada adicionales a las ya existentes en esta industria. Mediante unos procedimientos que no eran del todo transparentes, la Securities and Exchange Commission (SEC) sólo reconoció a las grandes agencias como NRSRO, y dejó a las de menor tamaño sin posibilidad de alcanzar ese *status*. Este procedimiento ha sido una de las principales razones por las que esta industria ha estado dominada en las últimas décadas por un número muy reducido de agencias.

Hasta las quiebras de Enron y Parmalat, las agencias gozaban del respaldo de los mercados financieros. La lenta respuesta de las agencias ante el deterioro que estas empresas sufrieron en su riesgo de crédito, y que se reflejó en la bajada vertiginosa del precio de sus bonos, hizo que se empezara a cuestionar su labor. En concreto, se empezó a cuestionar su independencia en la relación que mantenían con los emisores y cómo esa falta de independencia podía influir en la calidad de los *ratings* que emitían. Estas quiebras dieron lugar a un debate en Estados Unidos y Europa sobre la necesidad de revisar la regulación que afectaba a las agencias. El resultado de estos debates se tradujo en decisiones diferentes; en Estados Unidos se reformó el sistema NRSRO a través de la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, pasando de ser un sistema de registro a un sistema de reconocimiento. En este nuevo sistema, cualquier agencia con más de tres años en el mercado se podía registrar como NRSRO, lo que abría la competencia en la industria.

En Europa, en cambio, se optó por la autorregulación como respuesta a las quiebras de Enron y Parmalat. Se adoptó el Código de Conducta voluntario propuesto por IOSCO en 2004 para las agencias. Paralelamente, con la transposición de Basilea II, la Comisión Europea creó un sistema de reconocimiento parecido al antiguo NRSRO. En este sistema, los bancos centrales de cada país eligen a las agencias válidas para que sus *ratings* sean usados como *inputs* para calcular el capital regulatorio de las entidades de crédito. Este sistema se conoce como *External Credit Assessment Institutions* (ECAI).

La crisis de las hipotecas *subprime* puso de nuevo en cuestión la calidad de los *ratings* y la actuación de las agencias. Uno de los hechos más relevantes de esta crisis ha sido el de los *ratings* excesivos que habían sido asignados a los productos estructurados. En este

tipo de productos, los *ratings* adquirieron un protagonismo excesivo, al ser la principal característica en que se fijaban los inversores a la hora de invertir. Esto hizo que las distintas autoridades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa, se plantearan una nueva regulación para las agencias de *rating*. En concreto, los reguladores norteamericanos y europeos han optado por el registro y la supervisión directa de las agencias a través de la SEC y la Autoridad Europea de los Mercados Financieros (ESMA). Además, a propuesta del Financial Stability Board (FSB), se están empezando a aplicar otras medidas que afectan a las agencias de *rating* de manera indirecta, pero que pueden tener importantes consecuencias sobre la calidad de los *ratings*. Así, en Estados Unidos, a través de la ley Dodd-Frank, se exhorta a las autoridades financieras a que se reduzca la presencia de los *ratings* como *input* en la regulación financiera. En Europa, en estos momentos, la Comisión Europea está planteando el debate, mediante una consulta pública, sobre la necesidad de reducir la presencia de los *ratings* en la regulación europea. El descenso del uso de los *ratings* en la regulación financiera podría tener como resultado un aumento en la calidad de éstos, al reforzar los incentivos de las agencias a mantener su reputación.

El objetivo de las medidas del FSB es deseable, al fortalecer el mecanismo de la reputación entre las agencias de *rating* y, con ello, la calidad de sus *ratings*. Sin embargo, parece más controvertida la forma en que se propone implementarlo: a través de la sustitución de los *ratings* por modelos internos gestionados por las entidades participantes en los mercados financieros. Es difícil conocer a priori si el uso de modelos internos por parte de las entidades hará que los beneficios de reducir la regulación basada en *ratings* superen a sus costes. El uso intensivo de modelos internos provocaría el aumento de los costes de evaluación del riesgo de crédito. Por un lado, cada una de las entidades tendría que realizar sus propios análisis, cuando antes esa actividad estaba centralizada en las propias agencias. Además de estos costes, también aumentarían los costes de supervisión, ya que estos modelos deberían ser supervisados, además del aumento de los costes de transparencia de los emisores, para que todos los participantes en el mercado tuviesen la información necesaria para realizar sus evaluaciones.

Además de los costes descritos, también deberían tenerse en cuenta los incentivos que se introducen para los gestores de las entidades que gestionan sus propios modelos de evaluación del riesgo de crédito. Estos gestores reciben una retribución extra cuando su empresa logra tener unos beneficios que superen un determinado umbral; sin embargo, no se ven penalizados en la misma proporción cuando su empresa entra en pérdidas. Es por ello por lo que los gestores tienen incentivos a realizar evaluaciones que infravaloren los riesgos que su empresa está asumiendo. Aunque la regulación proporcione principios generales para garantizar que los modelos internos tengan un mínimo de calidad, no parece fácil que estos principios puedan anular completamente los incentivos de los gestores.

Una forma de alinear los incentivos de los gestores con el interés general sería no eliminar totalmente el uso de los *ratings* en la regulación financiera. Podría ser considerada como medida de riesgo vinculante para las entidades el máximo entre el riesgo de crédito derivado del *rating* y el calculado por la propia entidad. Con esta medida se podría, por una parte, dotar a los gestores con unos incentivos acordes con el interés general y, por otra, reduciría la demanda de *ratings* por motivos regulatorios, al no ser, al menos en teoría, siempre vinculante la medida del riesgo de crédito derivado de dichos *ratings*.

Otra forma alternativa de sustituir los *ratings* sería utilizar los precios que provienen de instrumentos de mercado como los CDS. El FSB ha criticado a estos instrumentos con el argumento de que tienen poca liquidez y de que presentan una excesiva volatilidad en los momentos de crisis financiera. Sin embargo, aunque una proporción relevante de este tipo de instrumentos no son líquidos, también es cierto que algunos de ellos tienen una liquidez elevada. Sería conveniente, por tanto, estudiar el uso de estos instrumentos con liquidez

en la regulación financiera para evaluar el riesgo de crédito a través de medidas que reduzcan su volatilidad diaria; por ejemplo, las medias diarias de precios mensuales, trimestrales o incluso anuales.

EL RATING DE LAS FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE ESTOS PRODUCTOS POR PARTE DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Miguel Córdoba Bueno

Los problemas económicos que sacuden en la actualidad los mercados financieros comenzaron en el año 2007 con la denominada crisis *subprime*, provocada básicamente por el otorgamiento de millones de hipotecas basura a prestatarios que no tenían la capacidad financiera necesaria para retornar el principal o los intereses de las deudas asumidas. Estas hipotecas se utilizaron por parte de los bancos de inversión para crear productos o financiaciones estructuradas que luego vendieron a todo tipo de inversores, parte de las cuales, a su vez, fueron aseguradas por agencias hipotecarias o compañías de seguros que garantizaron la máxima calificación a estos productos.

Nadie hubiera comprado financiaciones estructuradas si no hubieran sido calificadas por las tres grandes agencias, Standard & Poor's, Moody's y Fitch, como productos en muchos casos de la máxima calidad crediticia. A decir de algunos, estas agencias incluso llegaron a participar en el diseño de las propias estructuras financieras junto con los bancos de inversión que las comercializaron.

No obstante, y sin tratar de restar importancia a la actuación de las agencias de calificación, lo cierto es que el *rating* es un dato más a tener en cuenta por parte de los inversores, y fue la alta rentabilidad ofrecida lo que en muchos casos hizo que éstos invirtieran. Además, hay que tener en cuenta que, desde que se empezaron a calificar financiaciones estructuradas en el año 1993, la ratio de impago había sido inferior al 5 por 100, y fue en los años 2008 y 2009 cuando se produjo el impago en masa de estos productos, que llegó incluso a una ratio del 70 por 100. Es difícil adjudicar en estas condiciones toda la culpa a las agencias de calificación, ya que las tendencias históricas no reflejaban en absoluto una posible previsión de lo que luego ocurrió.

Dicho esto, también es preciso reconocer que había indicadores sistémicos que informaban del potencial riesgo de impago de estos productos, habida cuenta del inusual aumento del número de hipotecas basura y de otros productos estructurados en la década anterior. Las agencias ignoraron esta información y las calificaciones otorgadas a las financiaciones estructuradas no fueron las adecuadas.

Es preciso aumentar el nivel de regulación de este sector y tratar de incorporar nuevas agencias de calificación para evitar el oligopolio de las tres más grandes agencias actualmente existentes, así como establecer mecanismos que impidan la conexión directa entre quien paga y quien califica, habida cuenta del conflicto entre las partes.

RATINGS DE CRÉDITO

Alex Griffiths

Un *rating* de crédito de Fitch Ratings es una opinión sobre la capacidad relativa de una entidad para cumplir sus compromisos financieros, tales como el pago de intereses, la devolución del principal o el cumplimiento de obligaciones con contrapartes. Los inversores se sirven de los *ratings* de crédito para estimar la probabilidad de recuperar su dinero de acuerdo con las condiciones en las que lo invirtieron. Los *ratings* de crédito de la agencia cubren todo el espectro de emisores —desde corporativos a soberanos (incluidos organismos supranacionales y niveles inferiores de gobierno), pasando por finan-

cieros, bancos, compañías aseguradoras, agencias municipales y otras entidades de finanzas públicas—, junto con los valores y otras obligaciones emitidos por ellos, así como valores de financiación estructurada respaldados por cuentas a cobrar u otros activos financieros.

A lo largo del tiempo, se han acuñado los términos «grado de inversión» y «grado especulativo» como nomenclaturas útiles para describir los segmentos comprendidos entre AAA y BBB en el primer caso, y entre BB y D en el segundo. Ambas expresiones son convenciones de mercado, y no implican recomendación o aval alguno sobre un valor a los efectos de invertir en él. Los *ratings* que están dentro del «grado de inversión» indican un riesgo de crédito entre relativamente bajo y moderado, mientras que los que están dentro del «grado especulativo» suelen denotar o bien un mayor riesgo de crédito o que el impago ya se ha producido.

Los *ratings* de crédito expresan el riesgo a través de la ordenación de los valores en un *ranking* relativo; es decir, son medidas ordinales de riesgo de crédito, pero no hacen predicciones específicas de una frecuencia de impago o pérdida.

Los *ratings* de crédito de Fitch Ratings no abordan directamente ningún riesgo, salvo el de crédito. En concreto, los *ratings* no consideran el riesgo de que un título calificado experimente una pérdida de valor debido a la variación de los tipos de interés, la liquidez u otros factores que tengan que ver con el mercado. Sin embargo, en lo que respecta a la obligación de pago de una deuda calificada, el riesgo de mercado puede ser tenido en cuenta en la medida en que influya en la capacidad de un emisor para hacer frente a un compromiso. En cambio, los *ratings* no reflejan el riesgo de mercado en la medida en que influya en una condicionalidad de la obligación de pago de un compromiso (por ejemplo, en el caso de bonos ligados a un índice).

Al comienzo del proceso de *rating*, cada entidad o transacción calificada es asignada a un analista primario, el cual está apoyado por un analista secundario. En el caso de *ratings* corporativos y de finanzas públicas, el analista primario es responsable de dirigir el análisis y de formular una recomendación de *rating*, y suele ser también responsable del seguimiento continuo del *rating* durante toda la vigencia de éste. Aunque el analista primario de transacciones de financiación estructurada es, asimismo, responsable de dirigir el análisis y de formular las recomendaciones de *rating* iniciales para la transacción, la responsabilidad del seguimiento continuo de la transacción suele transferirse a un analista de seguimiento. Ahora bien, en algunos grupos, las actividades cotidianas de seguimiento pueden seguir corriendo a cargo del analista primario.

Los *ratings* se asignan y son revisados mediante un procedimiento de comités.

EL PAPEL DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO

Juan Pablo Soriano

Las calificaciones crediticias son opiniones sobre la solvencia de una entidad o de un instrumento financiero utilizando un sistema alfa numérico de categorías de calificación. En cuanto herramientas de calificación, su papel principal es clasificar a los prestatarios por su probabilidad de incumplimiento.

Las calificaciones sólo abordan el riesgo crediticio, y las agencias de *rating* tienen como objetivo la estabilidad y la precisión de las calificaciones, captando los cambios duraderos en el riesgo crediticio.

En todos los países, el crecimiento de los mercados de crédito ha coincidido con un mayor uso de las calificaciones crediticias que se

utilizan por los inversores y los gestores de riesgos para decidir si una inversión es compatible con su grado de aceptación del riesgo y para fijar un precio apropiado al riesgo en cuestión.

Los mercados financieros son mercados imperfectos en los que los inversores no siempre disponen de la misma información que los prestatarios. Esta asimetría de información se reduce gracias a las actividades de las agencias de calificación.

Ahora bien, el impacto que han tenido en los mercados financieros las bajadas de calificación abre el debate sobre el uso que se ha hecho de ellas, pues han llegado a tener efectos desproporcionados. Por tanto, la prioridad de los reguladores debería ser reducir el peso específico de las calificaciones en la regulación.

La nueva regulación debería fomentar la creación de otras herramientas de crédito y animar a las entidades crediticias a realizar su propia evaluación de crédito.

Una de las opiniones que se barajan para reflejar los cambios en la solvencia es que, en lugar de las calificaciones crediticias, se fomente el uso de referencias de mercado, tales como los precios de los bonos o los diferenciales que reflejen los *credit default swaps* (CDS). El problema que se plantea es que los precios de mercado son de poca utilidad para los inversores que desean una medida clara y estable del riesgo. Por ello, la consideración conjunta de las calificaciones crediticias y los precios de mercado, teniendo en cuenta ambas fuentes de información, puede entenderse como un sistema más fiable que el que se base únicamente en una de las medidas.

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- ➔ Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- ➔ La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- ➔ El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- ➔ La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- ➔ La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS
Caballero de Gracia, 28
28013 Madrid
Teléfono: 91 596 54 81
Fax: 91 596 57 96
suscrip@funcas.es
www.funcas.es

P.V.P.: 11 € (IVA incluido)

ISSN 2254-3430



9 1778411 329560