

# CONTROL Y REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA: CUESTIONES CONTROVERTIDAS Y PROPUESTAS DE SOLUCIÓN<sup>1</sup>

JOSÉ IGNACIO CUBERO MARCOS  
Profesor Adjunto de Derecho Administrativo  
Universidad del País Vasco

I. A MODO DE INTRODUCCIÓN: ANTECEDENTES Y PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN.—II. CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS AGENCIAS.—III. LA SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN: 1. *Controles ex ante*. 2. *Supervisión ex post*. 3. *Regulación de la actividad*.—IV. LOS CONFLICTOS DE INTERESES Y SU IMPACTO EN LA REGULACIÓN: 1. *La doble vertiente: el mercado de las agencias y el mercado financiero*. 2. *La objetividad y la transparencia de las calificaciones*.—V. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y DECISIONES POLÍTICAS DE LOS ESTADOS: 1. *Criterios a evaluar en las calificaciones*. 2. *Los efectos de las valoraciones en los mercados: ¿un nuevo soft law?* 3. *La actuación de las agencias de calificación y su incidencia en las políticas públicas*.—VI. CONCLUSIONES.

## RESUMEN

En este trabajo se examinan algunas medidas regulatorias y de control a las que se someten las agencias de calificación crediticia, de acuerdo con la reglamentación comunitaria en la materia. El análisis se centra especialmente en la calificación de los títulos de deuda pública emitidos por las autoridades públicas y su repercusión en las decisiones que se adoptan por los inversores en los mercados financieros. Se critica el sistema regulatorio actual porque no puede equiparar, ni en los fines ni en los medios para alcanzarlos, los emisores públicos y los privados, pues los públicos han de velar por los intereses generales y el ejercicio de políticas públicas que conduzcan a mejorar el bienestar, la salud y la igualdad de oportunidades; los privados, en cambio, tratan de obtener el máximo beneficio de sus operaciones.

*Palabras clave:* agencias de calificación; inversión; deuda pública; políticas públicas; conflictos de intereses.

## ABSTRACT

In this article regulatory and control measures, which credit rating agencies must apply, are examined according to European Union legislation. Especially, analysis focuses on rating instruments of national debt, issued by public authorities and its effects on decisions taken by investors in financial markets. It is criticized that current regulatory system equalizes public and private issuers in means they can use both goals they search. Public authorities should protect general interests, like health, citizens' welfare and equality of opportunities for them, while the private ones try to achieve the most economic benefit.

*Key words:* rating agencies; investment; national debt; public policy; conflict of interests.

---

<sup>1</sup> Este trabajo se ha elaborado con apoyo y financiación del grupo de investigación consolidado de la sección departamental de Vizcaya del Departamento de Derecho Administrativo, Constitucional y Filosofía del Derecho de la Universidad del País Vasco (UPV/EHU). Resolución de 30 de noviembre de 2007 (*Boletín Oficial del País Vasco* de 27 de noviembre).

## I. A MODO DE INTRODUCCIÓN: ANTECEDENTES Y PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

La información se presenta en la actualidad como el objeto de comercio máspreciado en todos los mercados, desde los más complejos, precisamente por lo intrincado de las relaciones que los integran, hasta los más sencillos, como la compraventa de cualquier mercadería. No se trata únicamente de conocer qué se compra y se vende en los aspectos más elementales o básicos, como las características del producto, su vida útil, el modo de funcionamiento y sus limitaciones, sino que se pone especial atención en las consecuencias futuras de la compra, es decir, en las posibilidades que ofrece dicho producto para ser revendido y obtener una rentabilidad gracias a su transmisión a terceras personas<sup>2</sup>. En los mercados financieros todas estas cuestiones adquieren una dimensión esencial, toda vez que las inversiones se efectúan con el único objetivo de que reporten los máximos beneficios posibles. La decisión en torno a la compra y la venta de valores, así como sus características y entidad emisora, requiere ponderar demasiados factores, desde estadísticos hasta contables, pasando por las externalidades, es decir, aquellas cuestiones que, sin hallarse directamente relacionadas con los balances, las cuentas de resultados o el nivel de productividad, afectan a la imagen de las empresas y entidades, así como a sus relaciones con la Administración y la ciudadanía en general.

Las agencias de calificación del crédito se encargan de analizar toda la información que arroja el funcionamiento de una empresa y la repercusión que pueda tener en el valor de las acciones o títulos que emita y que, asimismo, puedan ser transmitidos en un mercado de valores. En concreto, aquellas entidades evalúan aspectos estrictamente económicos de una empresa, como los balances de situación, las cuentas de resultados y las facturaciones de los últimos ejercicios, así como su evolución; hacen constar las relaciones de hecho de la empresa —basadas en el volumen de negocios y la clientela—, la viabilidad de los activos, su posición en un mercado de referencia y las externalidades. Tras el examen de todos estos datos, las agencias proceden a la evaluación o calificación del crédito que merecen las acciones u otros títulos emitidos por la empresa, de forma que las mismas entidades pueden solicitar dichos análisis como una manera de corregir las posibles deficiencias que pudieran deducirse del mismo<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> C. MOLINA DEL POZO, «El derecho de los consumidores y usuarios a la protección de la salud y la seguridad», núms. 100-102 de esta REVISTA, 1983, págs. 2610-2613.

<sup>3</sup> J. LÓPEZ PASCUAL, *El rating y las agencias de calificación*, Dykinson, Madrid, 1996, págs. 58-63.

En el mercado de la deuda soberana puede apreciarse una diferencia, basada en el carácter y naturaleza del título-valor que se pretende transmitir. En concreto, el título de deuda pública, que puede adquirir diversas formas, como bonos del Estado o letras del Tesoro, tiene por objeto otorgar al titular un derecho de cobro de unos intereses y la correspondiente devolución del principal en un periodo de tiempo<sup>4</sup>. Aquél cuenta con el respaldo y la credibilidad que ofrece una institución pública, de modo que la percepción de todos esos importes por el inversor que adquiere el título debería, en principio, estar garantizada. Los títulos de deuda pueden ofertarse en mercados primarios, lo que exige el cumplimiento de unos deberes de información precisos por parte de los emisores, y en mercados secundarios oficiales, en los que se transmiten títulos ya constituidos previamente. La Comisión Nacional del Mercado de Valores se encarga en este caso de verificar el cumplimiento de determinados deberes, pudiendo denegar, incluso, su admisión en el mercado secundario oficial<sup>5</sup>.

El problema estriba en que las Administraciones públicas han alcanzado un nivel de endeudamiento difícil de paliar en economías en plena recesión. La falta de crecimiento económico no permitirá a los Estados recaudar más impuestos y, por el contrario, se verán abocados a incrementar los gastos sociales derivados de la falta de empleo y del aumento de la pobreza. Todo ello explica por qué inversores o, incluso, las mismas autoridades públicas han solicitado informes de evaluación o calificación de los títulos de deuda, pues aquéllos no estarán dispuestos a arriesgar su dinero si no conocen con certeza si podrán recibir la rentabilidad que se ha pactado con la transmisión. Asimismo, los Estados precisan saber qué opciones tienen de colocar sus títulos en el mercado y qué deficiencias han de subsanar para mejorar su posición ante posibles compradores<sup>6</sup>.

Al tratarse de entidades privadas, las agencias de calificación crediticia también compiten entre sí, lo que puede condicionar la objetividad de las valoraciones. Piénsese que, al objeto de atraer clientela, pueden calificar de un modo más favorable y sesgar la información de un modo perjudicial para los inversores. En la crisis de *Enron*, del año

---

<sup>4</sup> F. J. ALONSO ESPINOSA, «Emisión de obligaciones», en A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS, *Instituciones del mercado financiero*, T. VII, La Ley, Madrid, 1999, págs. 4064-4072.

<sup>5</sup> A. CIDONCHA MARTÍN, «Los mercados de valores: mercados primarios y secundarios. Las bolsas de valores», en A. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ (Dir.), *Derecho de la Regulación Económica*, T. II, Mercado de Valores, Iustel, Madrid, 2009, págs. 144-148; al respecto, véase también A. MAS SIRVENT, «Entidades del mercado de deuda pública. Central de anotaciones, Titulares de cuenta y entidades gestoras», en A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ (Dir.), *Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1994, págs. 570-594.

<sup>6</sup> J. LÓPEZ PASCUAL, *El rating...*, cit., 1996, págs. 72 y 73.

2001, las agencias de calificación no detectaron que los balances de las empresas que operaban en los mercados tecnológicos se habían inflado o camuflado para que sus acciones aumentaran el precio de forma ficticia<sup>7</sup>. En la crisis de los bonos basura (*hedge funds*) las entidades de inversión habían obtenido la máxima calificación, aun habiendo lanzado al mercado productos que carecían de cobertura y comportaban un enorme riesgo para el adquirente. Por ello se investiga la posibilidad de que las agencias emitieran a sabiendas evaluaciones demasiado favorables durante la burbuja inmobiliaria, lo que ha sido investigado nada menos que por el Senado estadounidense<sup>8</sup>.

En un principio se recurrió a mecanismos de autorregulación para evitar que las calificaciones estuvieran mediatizadas por los conflictos de intereses sin que los operadores económicos fueran conscientes de todo ello. El Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores elaboró un Código de Conducta que ha servido como precursor e inspirador para la regulación de las actividades de las agencias y su influencia en los mercados financieros<sup>9</sup>. En él se hace referencia a la calidad del proceso de calificación, obligando a las agencias a emplear metodologías sistemáticas, rigurosas y susceptibles de ser sometidas a métodos objetivos de validación. De acuerdo con el texto, deberían tenerse en cuenta todas las informaciones que pudieran obtener de las empresas calificadas. Respecto a los conflictos de intereses, el Código de Conducta contempla concisamente dos reglas fundamentales: a) la calificación crediticia que la agencia asigna a un emisor o valor no debería resultar afectada por la existencia de una relación de negocio, actual o potencial, entre aquella (o sus filiales) y el emisor (o sus filiales) o con cualquier otra parte, ni por la inexistencia de tal relación; y b) la agencia debería separar, operativa y legalmente, sus negocios de calificación crediticia y sus analistas de cualquier otra actividad, incluyendo negocios de consultoría, que pueda presentar un conflicto de intereses. Por último, se preveían ciertas reglas de incompatibilidad que han de observar los analistas o el personal de las agencias, al objeto de preservar su independencia respecto a los agentes del mercado<sup>10</sup>. La detección preventiva de los conflictos de intereses exi-

<sup>7</sup> I. MORALEJO MENÉNDEZ, «Regulación de los mercados financieros. Las NRSROs», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 119, 2010, pág. 81. Al respecto, véase también A. BETANCOR RODRÍGUEZ, «El caso Enron: un análisis desde el Derecho Público», *La Ley*, núm. 5502, año XXIII, 14-3-2002.

<sup>8</sup> S. POZZI, «EE.UU. investiga si las agencias de calificación defraudaron», *El País*, 24 de abril de 2010.

<sup>9</sup> Las reglas se conocen en el sector como IOSCO, que hace referencia a las siglas de la *International Organization of Securities Commissions*.

<sup>10</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, «Código de fundamentos de conducta para las agencias de calificación crediticia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 100, 2005, págs. 209-218.

gía una intervención previa de las autoridades públicas, lo que fue objeto de regulación en Europa y Estados Unidos.

Conscientes de la incidencia de los procesos de calificación de las obligaciones en los mercados financieros en Estados Unidos, se aprobó en este país una Ley cuyo objeto estribaba en la mejora de la calidad de las calificaciones para la protección de los inversores<sup>11</sup>. Se adoptaron garantías para que los conflictos de intereses no pudieran distorsionar la información relevante para efectuar una posterior inversión, dotando de una mayor transparencia al mercado<sup>12</sup>. Esta norma ha servido como inspiración para la elaboración del Reglamento comunitario de 2009, al incorporar muchas de las garantías en materia de transparencia y deberes de información que pesan sobre las agencias. En concreto, regula los procedimientos de registro y la obligación de suministrar datos por parte de los operadores para solicitar su inscripción por la *Securities and Exchange Commission* (SEC), de forma que se crearon las *nationally recognized statistical rating organizations*, o NRSRO. Aquellos procedimientos tenían por objeto habilitar a las agencias para operar en todo el territorio estadounidense y se les sometía a controles *ex post* y a deberes de entrega de información periódica, al objeto de revelar cualquier tipo de conflicto de intereses con los emisores o las compañías que los contratan.

Se plantean tres cuestiones que se abordarán en el trabajo. En primer lugar, han de examinarse las herramientas de que disponen los poderes públicos para tratar de garantizar la transparencia, la objetividad y la independencia de las agencias de calificación del crédito, teniendo en cuenta el riesgo que supone la concurrencia de intereses en un mercado cada vez más complejo; en segundo lugar, han de estudiarse los efectos que pueden producir los conflictos de intereses en el mercado de deuda pública; y, por último, deben analizarse las recomendaciones de las agencias de calificación y los efectos que producen en las decisiones de los Estados, cada vez más cautivos de los mercados de deuda.

---

<sup>11</sup> 120 STAT. 1327, September 29, 2006. El título completo señala literalmente lo siguiente: «To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry». Esta Ley se incorporó como reforma de la *Securities Exchange Act* de 1934 en la sección 15E.

<sup>12</sup> A. R. PINTO, «Control and responsibility of credit rating agencies in the United States», *Brooklyn Law School Legal Studies*, 119, 2008; ver en <http://ssrn.com/abstract=1280322>.

## II. CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS AGENCIAS

El Reglamento regulador de estas agencias las define como «una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional». Respecto a qué se entiende por calificación crediticia, en el mismo texto se considera 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»<sup>13</sup>. La *Security Exchange Act* estadounidense las define como cualquier persona encargada del negocio de emitir calificaciones crediticias en Internet o a través de otros medios accesibles, a cambio de una tarifa razonable o gratuitamente, y que emplea modelos cuantitativos o cualitativos para efectuar las calificaciones, recibiendo remuneraciones de los emisores, los inversores o cualquier otro agente del mercado o la combinación de ellos<sup>14</sup>.

Cabe diferenciarlas de las agencias de calificación externa, cuya labor se circunscribe al mercado bancario, porque se refiere a las mismas como entidades que califican determinados activos y situaciones de riesgo a los efectos de que las entidades de crédito puedan determinar su solvencia. El régimen especial está contenido en la Directiva 2006/48, de forma que ha precisado una transposición por los ordenamientos internos<sup>15</sup>. Median algunas diferencias respecto a las agencias de calificación crediticia, sobre todo en aquellas cuestiones relacionadas con su control y fiscalización. A los efectos de elaborar el trabajo, procede centrarse en las agencias de calificación crediticia con carácter general, sin olvidar que las agencias de calificación externa se presentan como una especie dentro de aquellas, por lo que, en principio, han de registrarse, tal y como se estudia con posterioridad, como agencias de calificación crediticia.

Las agencias evalúan la solvencia de determinados títulos valores, como aquellos que constituyen la deuda pública, puesto que le facultan al acreedor para exigir al emisor de aquellos títulos unas determinadas obligaciones que se concretan en el importe del capital invertido más

<sup>13</sup> Artículo 2.2 Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se establece el régimen aplicable a las agencias de calificación crediticia.

<sup>14</sup> Sección 3 (61) *Securities Exchange Act of 1934*.

<sup>15</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de «rating»*, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2010, pág. 57.

una cantidad adicional correspondiente a los intereses que se ha comprometido a abonar aquel emisor en un periodo de tiempo, habitualmente un año<sup>16</sup>. En primer lugar, ha de explicarse el origen del crédito a favor de aquella persona que adquiere el título. Se trata de una transacción financiera consistente en que la persona entrega una cantidad de dinero a cambio de un título de deuda transmitido por el emisor, que en el caso de la deuda pública es una Administración pública. El beneficio que puede obtener el adquirente del título equivale a la cantidad resultante de aplicar un tipo de interés a la cantidad total del dinero entregado en un periodo de tiempo. Huelga señalar que el mismo inversor o adquirente también tiene derecho a la devolución de la cantidad entregada en un principio<sup>17</sup>.

La regulación de las agencias de calificación se halla recogida principalmente en el Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, recientemente modificado para incorporar a la Autoridad de Supervisión Financiera Europea en los procedimientos de control de las agencias. El objetivo de la Autoridad estriba en proteger el interés público, contribuyendo a la estabilidad y eficacia del sistema financiero a corto, medio y largo plazo, para la economía de la Unión, sus ciudadanos y sus empresas<sup>18</sup>. El Reglamento comunitario 513/2011 modificó las disposiciones relativas a los controles administrativos, atribuyendo su ejercicio principalmente a la mencionada Autoridad, que sustituye al anterior Comité de Representantes de las Agencias de Valores. Entre los objetivos de la creación de este organismo ha de señalarse la implantación de medidas de coordinación entre todas las entidades europeas y sus mercados financieros, así como mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión.

En el ámbito interno resulta aplicable la Ley del Mercado de Valores, recientemente modificada para su adaptación al Reglamento comunitario citado. En concreto, las potestades de supervisión, inspección y sanción que puede ejercer la Comisión Nacional del Mercado de Valores también pueden recaer sobre las agencias de calificación crediticia de acuerdo con las disposiciones comunitarias en la materia. El control se extiende a las personas que participan en las actividades de calificación, las entidades calificadas o terceros vinculados, los terceros a los que las agencias de calificación hayan subcontratado algu-

<sup>16</sup> J. S. OSTER, «Who rates the raters? The regulation of credit rating agencies in the EU», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 4, 2010, pág. 355.

<sup>17</sup> J. E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado...*, cit., págs. 404-406.

<sup>18</sup> Artículo 1.2 Reglamento 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).

nas actividades o funciones, y las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias o las actividades de calificación crediticia que estén domiciliadas en España<sup>19</sup>. Del mismo modo, se contemplan las facultades de cooperación de que dispone aquella Comisión con otras autoridades pertenecientes a estados miembros, así como con las entidades comunitarias creadas al efecto<sup>20</sup>. Merece una reseña especial el registro creado por aquella entidad interna, en el que han de figurar las agencias de calificación crediticia establecidas en España y que hayan sido registradas de acuerdo con lo dispuesto en la normativa comunitaria<sup>21</sup>.

### III. LA SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Si bien en una primera época en que las agencias ejercieron su actividad no se preveían controles públicos *ex ante*, la legislación estadounidense en diferentes reformas propuso la distinción entre las agencias locales de calificación, es decir, aquellas que no estaban autorizadas por la Agencia de Valores (SEC), y otras que sí recibieron el permiso automático por aquella, debido a su actividad continuada durante un tiempo y a la confianza que habían depositado en ellas los mercados. Esta diferenciación ocasionó problemas desde el punto de vista de la libre competencia, pues la acreditación por la SEC otorgaba a aquellas empresas de calificación un prestigio ante los inversores o emisores de títulos que les concedía cierta ventaja en la acumulación de clientela<sup>22</sup>. Se ha contemplado un sistema de inscripción registral que parece venir condicionado por el cumplimiento de ciertos requisitos no demasiado precisos, y en la Unión Europea muchos de ellos, imprescindibles para el ejercicio de la actividad, se exigen exclusivamente a las empresas establecidas en terceros Estados<sup>23</sup>. De hecho, la misma SEC ha perfilado y detallado recientemente algunas exigencias esenciales para la inscripción registral y el inicio de la actividad de las agencias de calificación, sobre todo en lo relativo a los sistemas y métodos empleados en la elaboración de las evaluaciones<sup>24</sup>.

A los controles previos al inicio de la actividad se añade la supervisión *ex post*, consistente en la vigilancia, inspección y, en caso de incurrir

<sup>19</sup> Artículos 84.1 bis y 85.7 Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV).

<sup>20</sup> Artículo 91.1 LMV.

<sup>21</sup> Artículo 92.1) LMV.

<sup>22</sup> I. MORALEJO MENÉNDEZ, «Regulación de los mercados...», cit., pág. 77.

<sup>23</sup> H. LANGOHR y P. T. LANGOHR, *The rating agencies and their credit ratings; what they are, how they work and why they are relevant*, John Wiley & Sons, Chichester, 2009, pág. 457.

<sup>24</sup> I. MORALEJO MENÉNDEZ, «Regulación de los mercados...», cit., pág. 85.



en conductas ilícitas, sanción por el funcionamiento de dichas empresas. Las autoridades evalúan o comprueban, mediante el ejercicio de aquellas potestades, si la agencia observa las garantías, protocolos y normas relativos al mercado de valores o a la libre competencia, en atención a los conflictos de intereses que pueden surgir en el mercado, a la falta de transparencia o a cuestiones técnicas que se examinarán con posterioridad. Otro de los mecanismos para evitar conflictos de intereses consiste en imponer una regulación a las agencias de calificación que trate de adaptarlas a las fluctuaciones del mercado y las circunstancias cambiantes que presenta.

### 1. *Controles ex ante*

En el ámbito de la Unión Europea se exige que las agencias de calificación presenten una solicitud ante la Autoridad Europea de Valores y de Mercados (AEVM), y ella ha de examinar si la agencia solicitante cumple las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias, teniendo en cuenta determinados requisitos establecidos en el anexo I del Reglamento, en concreto las secciones A y B<sup>25</sup>. Estas exigencias se hallan vinculadas a los conflictos de intereses en que pueden incurrir las agencias de calificación. Se introduce, así, una novedad por el Reglamento 513/2011, que modifica la disposición anterior, pues en ella se les atribuía a los Estados la autorización e inscripción en el registro. La creación de la AEVM, también por Reglamento de 2010, desembocó en una serie de reformas que se basaban en la alteración de competencias atribuidas al anterior Comité Europeo de Entidades Reguladoras de Valores (CERV) y su coordinación con los Estados<sup>26</sup>. Más allá de estas cuestiones formales, han de señalarse las exigencias sustantivas imprescindibles para que una agencia pueda ser registrada y, por tanto, pueda ejercer su actividad en la Unión Europea.

Las agencias han de disponer de un Consejo de administración o supervisión, cuyos directivos deben garantizar que las actividades de calificación crediticia sean independientes de toda influencia y presión política o económica. Asimismo, han de asegurar que se detecten los conflictos y que se cumplan las disposiciones del Reglamento. Se les exige a los miembros de la alta dirección que posean la capacidad y ex-

<sup>25</sup> Artículo 14.4 Reglamento 1060/2009.

<sup>26</sup> Véase al respecto el Reglamento 1095/2010, de 24 de noviembre, del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y de Mercados). Se crea, asimismo, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), que está concebido para subsanar las deficiencias de coordinación entre las autoridades europeas y las de los Estados miembros.

perencia suficientes, y un tercio de los miembros del Consejo de administración o de supervisión, no menos de dos, han de ser independientes y no pueden participar en las actividades de calificación<sup>27</sup>. La retribución de los miembros no debe ir vinculada a los resultados empresariales de la agencia, y su destitución solo puede producirse en caso de conducta irregular o insuficiencia profesional. Siempre que una agencia de calificación crediticia emita calificaciones de instrumentos de financiación estructurada, al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del Consejo han de tener extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de instrumentos de financiación estructurada<sup>28</sup>.

Las agencias han de cumplir el deber de publicar cualquier tipo de conflicto de interés que se suscite con motivo de la calificación de los créditos, pero, a su vez, han de eliminarlo y gestionarlo, siempre 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 y que participen en la emisión de calificaciones, así como las personas responsables de aprobar dichas calificaciones. Entre otras obligaciones, también se contempla la publicación de los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados de los que provenga más del 5% de sus ingresos anuales. Se prohíbe la calificación, o al menos ha de comunicarse públicamente, que la calificación está «potencialmente comprometida», cuando la agencia posea valores o instrumentos de la entidad calificada o de terceros vinculados o participe, directa o indirectamente, en la propiedad de esa entidad o de dichos terceros, salvo las participaciones en organismos de inversión colectiva, como los fondos de pensiones o los seguros de vida.

Las agencias han de informar, mediante canales que garanticen la independencia de las personas responsables de la calificación, respecto a las demás actividades de la agencia de calificación, tales como la de asesoramiento. Por otra parte, recae sobre ellas el deber de conservar cierta documentación, como la referida a los analistas que hayan intervenido, la identidad de las personas que han aprobado la calificación y que indique en qué fecha se solicitó o si fue o no solicitada. Además, han de disponer y conservar la contabilidad relativa a los honorarios recibidos de cualquier entidad calificada o de terceros vinculados o de cualquier otro usuario. No obstante, antes de ejercer la actividad, difí-

---

<sup>27</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 100, 2005, pág. 42.

<sup>28</sup> Anexo I, sección A, Reglamento 1060/2009.

cilmente puede comprobarse quiénes son los clientes de las agencias de calificación o cómo se comportan efectivamente o gestionan los conflictos de intereses, por lo que tan solo podrían ser verificadas cuestiones de funcionamiento interno de la empresa y, en su caso, la capacidad, experiencia y cualificación del personal de las agencias que acredite o merite su actividad posterior.

La Autoridad Europea de Valores ha de examinar en el plazo de veinte días si la solicitud está completa, lo que significa que se ha facilitado toda la información contenido en el anexo II del Reglamento. Si aprecia que no cumple algún requisito o falta algún documento, aquella debe otorgarle un plazo adicional para subsanar la solicitud. En esta fase del procedimiento no se emite una resolución acerca de la inscripción o no en el registro, sino que se verifica la entrega de información, que posteriormente sí será examinada por la Autoridad Europea para estimar o denegar la inscripción registral. Una vez transcurridos los veinte días mencionados, la agencia no puede comenzar su actividad de calificación crediticia, al resultar preceptiva la inscripción en el registro y no constar la misma, ni tan siquiera por decisión previa. Aquí el silencio opera en sentido negativo.

El análisis pormenorizado en torno al cumplimiento de los requisitos por parte de la agencia ha de producirse en una fase posterior. Así, en los cuarenta y cinco días siguientes a la notificación —que se refiere a la inscripción de la agencia— la Autoridad Europea debe comprobar si la solicitud de registro cumple las condiciones establecidas en el Reglamento<sup>29</sup>. La Autoridad Europea podría ampliar el plazo de examen de la solicitud de registro en quince días, siempre que prevea recurrir a la subcontratación, trate de refrendar una calificación crediticia emitida en un tercer país y solicite quedar exenta del cumplimiento de determinados requisitos relativos al conflicto de intereses. En el periodo de tiempo mencionado —de forma ordinaria cuarenta y cinco días y sesenta días en los supuestos excepcionales— la Autoridad Europea ha de adoptar una decisión motivada respecto a la inscripción en el registro o su denegación<sup>30</sup>.

Nótese que el requisito indispensable para el inicio de la actividad por parte de la agencia consiste en una actuación material de la Administración, es decir, la inscripción registral, y que mientras la agencia de calificación no figure en el registro no puede ejercer la actividad. Eso significa que, ante la ausencia de decisión que estime la solicitud de registro, la agencia de calificación no puede llevar a cabo su labor

---

<sup>29</sup> Artículo 16.1 Reglamento 1060/2009.

<sup>30</sup> Artículo 16.3 Reglamento 1060/2009.

de evaluación del crédito. Resulta comprensible esta precaución ante cualquier posible regularidad, pues la volatilidad y la rapidez de los intercambios en los mercados de valores pueden suponer pérdidas de ingentes cantidades de dinero que podrían resultar irrecuperables, aun exigiendo responsabilidad a las agencias de calificación<sup>31</sup>.

La exigencia de algunos requisitos para la estimación de la solicitud de inscripción puede resultar estéril, puesto que en sectores donde las actividades alcanzan un ritmo frenético y se acumulan y superponen operaciones por las que se procede a la transacción de valores, la eficacia de los controles ha de centrarse en el seguimiento puntual de las operaciones de la agencia de calificación, más que en la aprobación inicial<sup>32</sup>. La normativa le obliga a actualizar cierta información y a publicarla, especialmente en supuestos de conflictos de intereses. Estos también se presentan como controles que, en cualquier caso, también requieren una intervención efectiva de la Administración, consistente en verificar la relevancia o el carácter decisivo de las calificaciones teniendo en cuenta la concurrencia de intereses. El Reglamento tampoco interviene en cuestiones excesivamente técnicas, puesto que no exige una determinada metodología para la calificación ni fija los criterios o indicadores en los que se fundamenta. La regulación del contenido de la calificación queda en el limbo jurídico y a merced de lo que decidan las agencias. La doctrina ha argumentado al respecto que tratan de evitarse las influencias que los poderes públicos puedan ejercer en las agencias, dado que éstas también califican instrumentos y valores de naturaleza pública<sup>33</sup>.

Por otro lado, se omite una referencia expresa a los conflictos de intereses con los inversores o terceros vinculados, pues estas personas pueden condicionar la cotización de los títulos en el mercado de valores. La doctrina especializada no ha ignorado, ni mucho menos, su intervención en los mercados y, si bien no demandan los servicios de las agencias en la misma medida que los emisores de títulos, pueden existir entre ellos y las agencias conexiones que pueden desem-

---

<sup>31</sup> Pueden citarse aquí las aportaciones de diferentes autores en torno a la necesidad del silencio administrativo negativo en supuestos en que la intensidad del control administrativo es mayor precisamente por el riesgo que representa la actividad de calificación en un mercado tan volátil. Entre otros, se mencionan aquí V. AGUADO I CUDOLÁ, «Los orígenes del silencio administrativo en la formación del Estado constitucional», núm. 145 de esta REVISTA, 1998, págs. 200-201; R. MARTÍN MATEO, «Silencio positivo y actividad autorizante», núm. 48 de esta REVISTA, 1965, págs. 227-236; X. ARZOZ SANTISTEBAN, *La obligación de resolver y notificar y el silencio administrativo. Análisis de las modificaciones introducidas por la Ley 4/1999, de 13 de enero*, Marcial Pons, Madrid, 2001, págs. 44-57.

<sup>32</sup> I. URRUTIA LIBARONA, *Marco jurídico del libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio en la Comunidad Autónoma del País Vasco*, IVAP, Oñate, 2010, págs. 138-141.

<sup>33</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, *Las agencias de calificación...*, cit., pág. 123.

bocar en conflictos de intereses<sup>34</sup>. No parece irrelevante el hecho de que ciertos grupos de inversores pueden disponer y hacer uso de una información privilegiada procedente de las agencias y relativa precisamente a la calificación de los valores emitidos por las empresas calificadas. En los mercados de la deuda este hecho también posee trascendencia, debido a que un vínculo demasiado estrecho entre las agencias de calificación y los inversores puede desembocar en exigir un tipo de interés más elevado a ciertos Estados, con la excusa de que la calificación ha sido negativa, y de este modo el poder de los inversores forzaría a los Estados deudores a elevar los tipos de interés ante el eventual riesgo de impago que se desprendería del análisis de las calificaciones<sup>35</sup>.

## 2. *Supervisión ex post*

La Autoridad Europea ha de velar en todo momento por la aplicación del Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia, de modo que se le obliga a cooperar con las autoridades europeas e internas competentes, sean o no sectoriales, a los efectos de comprobar la legalidad en el funcionamiento de las empresas de calificación crediticia. Por una parte, la Autoridad Europea debe precisar la información que deben facilitar aquéllas, así como la metodología para la calificación. Asimismo, la agencia ha de evaluar «la conformidad de los métodos de calificación crediticia con los requisitos expuestos en el artículo 8, apartado 3». Este precepto establece que «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». Como se aprecia, el Reglamento no prevé nada acerca de los criterios concretos que ha de respetar la metodología de la calificación, sino que se limita a describir el procedimiento y a señalar la necesaria compatibilidad con la simulación retrospectiva, la cual se refiere a la validación del método aplicado en otros momentos históricos y los resultados que ha obtenido, al objeto de que pueda usarse en el presente<sup>36</sup>. Se trata de normas técnicas elaboradas por la Autoridad Europea del Mercado

<sup>34</sup> H. K. BAKER y S. A. MANSI, «Assesing credit agencies by bond issuers and institutional investors», *Journal of Business Finance and Accounting*, 9, 2002, págs. 1369-1370.

<sup>35</sup> Los conflictos de intereses entre inversores y agencias de calificación a veces resultan notorios, puesto que entre los propietarios de las agencias figuran acaudalados inversores, como así se ha acreditado en artículos de prensa. Véase al respecto X. VIDAL-FOLCH, «Se lo guisan y se lo comen», *El País*, 31 de marzo de 2011.

<sup>36</sup> Artículo 21.4 Reglamento 1060/2009.

de Valores que han de ser aprobadas posteriormente por la Comisión Europea<sup>37</sup>.

Por lo que se refiere a las potestades de supervisión posterior, pueden citarse las solicitudes de información, las inspecciones y el procedimiento sancionador. La Autoridad Europea de Valores está facultada para exigir la información que sea necesaria para el desempeño de sus funciones «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»<sup>38</sup>. Detectar un posible conflicto de intereses precisa analizar las metodologías de valoración de los activos y los indicadores económicos que se desprenden de la información obtenida de las empresas<sup>39</sup>. No puede soslayarse, asimismo, la necesidad de que las autoridades comunitarias e internas se coordinen para el examen pormenorizado de la información que obtienen en los diferentes mercados de valores<sup>40</sup>.

Para finalizar, los procedimientos sancionadores se caracterizan por otorgar las garantías procedimentales indispensables al presunto responsable de la infracción. Puede iniciarse el procedimiento punitivo previa investigación de la Autoridad Europea, cuando ésta detecte indicios serios de la posible existencia de hechos que pudieran constituir una o varias de las infracciones que enumera el anexo III del Reglamento. El agente encargado de la investigación previa se halla habilitado para ejercer las potestades de investigación, requerimiento de información e inspección comentadas con anterioridad. De todos modos, antes de que aquél presente sus conclusiones de la investigación a la Autoridad Europea, debe comunicar tal hecho a las personas investigadas y concederles el derecho a acceder al expediente y a ser oídas por la Junta de Supervisores<sup>41</sup>. A la multa que pueda imponer la Junta de Supervisores de la Autoridad Europea pueden agregarse algunas decisiones, como la de proceder a la baja registral de la agencia de calificación, la prohibición temporal de emitir calificaciones crediticias,

<sup>37</sup> Acerca de la inspección en el ámbito comunitario, véase A. GARCÍA URETA, *La potestad inspectora en el Derecho Comunitario. Fundamentos, sectores de actuación y límites*, Iustel, Madrid, 2008, págs. 123-138; asimismo, S. FERNÁNDEZ RAMOS, *La Actividad Administrativa de Inspección*, Comares, Granada, 2002, págs. 308-314.

<sup>38</sup> Artículo 23.3 ter.1 Reglamento 1060/2009.

<sup>39</sup> H. K. BAKER y S. A. MANSI, «Assesing credit rating...», cit., pág. 1387.

<sup>40</sup> D. B. ENTRENA RUIZ, «El régimen de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores, en particular del abuso de mercado», en A. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ (Dir.), *Derecho...*, cit., págs. 523-532.

<sup>41</sup> Artículo 23 sexies Reglamento 1060/2009.

la suspensión del uso de las calificaciones emitidas o exigirle que ponga fin a la infracción<sup>42</sup>.

### 3. *Regulación de la actividad*

Las autoridades comunitarias pueden introducir algunos cambios en la forma de operar de las agencias de calificación, exigiendo mecanismos para lograr una mayor transparencia. El Reglamento prevé que, 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 se halla facultada para adoptar disposiciones destinadas a modificar los anexos<sup>43</sup>. La regulación de las actividades económicas se ha presentado tradicionalmente como un mecanismo en manos de las autoridades públicas que tiene por objeto corregir los desequilibrios que el mercado arroje y delimitar los comportamientos de los agentes, así como evitar interrupciones en la prestación del servicio o comportamientos contrarios a la libre competencia<sup>44</sup>. Se ha puesto especial énfasis en su finalidad preventiva, en el sentido de que puede conllevar la adopción de medidas que solucionen de forma anticipada y eficaz conflictos entre los operadores o entre éstos y las autoridades públicas. Sin embargo, una regulación de calidad exige un estudio adecuado de los escenarios en que debe aplicarse<sup>45</sup>.

La regulación puede versar sobre tres pilares de la actividad económica: el acceso al mercado, el desarrollo o desenvolvimiento del servicio y la conclusión de la operatividad. En el primer caso, las autoridades habrían de establecer los requisitos de entrada en el segmento correspondiente del servicio o actividad, de forma que sean precisos, objetivos y transparentes; en el segundo, las autoridades pueden decidir el cambio de las reglas del juego y los operadores han de ajustarse a nuevos deberes o delimitaciones de derechos; por último, la regulación prevé los casos en que debería proceder el cese en el ejercicio de la actividad, por la comisión de una infracción debidamente tipificada, por ejemplo, así como la posibilidad de que el operador renuncie al ejercicio de la actividad y suspenda su funcionamiento<sup>46</sup>. En ocasiones po-

<sup>42</sup> Artículo 24 Reglamento 1060/2009.

<sup>43</sup> Artículo 37 Reglamento 1060/2009.

<sup>44</sup> G. ARIÑO ORTIZ, *La regulación económica. Teoría y práctica de la regulación para la competencia*, Ábaco Rodolfo de Palma, Buenos Aires, 1996, págs. 119-143.

<sup>45</sup> A. BETANCOR, *Regulación: mito y Derecho*, Thomson-Civitas, Madrid, 2010, pág. 94; véase también G. TIMSIT, «Normativité et Régulation», *Les Cahiers du Conseil Constitutionnel*, 21, 2006, pág. 86.

<sup>46</sup> G. MARCOU, «La notion juridique de régulation», *AJDA*, 7, 2006, pág. 348.

drían ocasionarse daños y perjuicios por el hecho de que pudieran subsistir relaciones jurídicas pendientes de ejecución con la clientela o con otras empresas. En este punto, las autoridades han de adoptar las medidas necesarias para promover la continuidad de los servicios sin provocar daños y perjuicios adicionales a terceras personas<sup>47</sup>.

Las estimaciones y regulaciones finales de las autoridades son el resultado directo de la información que procede del mercado, y más en concreto de las empresas que operan en él. La asimetría informativa en los mercados de valores es un fenómeno ligado a la actividad administrativa de control y regulación, y no únicamente un problema que atañe a los inversores. Ahora bien, si se pretende introducir alguna modificación en los requisitos para efectuar calificaciones o para ejercer la actividad de calificación, es imprescindible detectar las deficiencias que se derivan de la prestación del servicio. Para ello, los reguladores han de poseer los instrumentos imprescindibles para valorar los exámenes que efectúan las agencias de calificación, pues de lo contrario difícilmente pueden advertir, prevenir y aportar alternativas o soluciones a unas calificaciones que influyen en inversores y emisores<sup>48</sup>. Sin embargo, la regulación que presenta el Reglamento dista de ser lo suficientemente precisa en aspectos como la metodología para calificar y, de por sí, excluye cualquier injerencia, por parte de las autoridades públicas, en las calificaciones que lleven a cabo las agencias. Por otro lado, tampoco se hace referencia a uno de los sectores clave en la regulación de los mercados financieros, cuales son los inversores.

La doctrina ha considerado indispensable que la regulación posea un carácter estable, claro, preciso y que otorgue seguridad jurídica. Si las normas no se ajustan a estos criterios para delimitar la actuación de las agencias de calificación, entonces ellas mismas pueden obrar con tal libertad y capacidad de influencia entre los inversores que mediaticen de un modo u otro sus decisiones y, en definitiva, las fluctuaciones de los valores en el mercado<sup>49</sup>. La regulación comunitaria no ha entrado en detalles en torno a la forma y al contenido de los juicios emitidos por las agencias, lo que las convierte de por sí en una fuente inagotable de recomendaciones que comienzan a considerarse un verdadero *soft law*

---

<sup>47</sup> J. M. GIMENO FELIU, «Sistema económico y derecho a la libertad de empresa», núm. 135 de esta REVISTA, 1994, pág. 165.

<sup>48</sup> M. BULLINGER, «Procedimientos administrativos al ritmo de la economía», REDA, 69, 1991, pág. 10.

<sup>49</sup> E. L. ALTMAN y H. A. RIJKEN, «How rating agencies achieve rating stability», *Journal of Banking & Finance*, 11, 2004, pág. 2681. Respecto al conocimiento de las normas y la estabilidad jurídica de la regulación, véase F. GARCÍA LLOVET, «Conocimiento de la norma y seguridad jurídica», en F. SOSA WAGNER (Ed.), *El Derecho Administrativo en el umbral del siglo XXI*, Tirant lo Blanch, 2000, pág. 1735.



de imprevisibles consecuencias. Las autoridades europeas entendieron que los códigos de conducta, resultado de la tradicional autorregulación en el sector, no serían suficientes por la necesidad de controlar externamente y en periódicas revisiones las diferentes estrategias y productos que se ofrecían por los emisores<sup>50</sup>.

El Reglamento comunitario resulta profuso en la imposición de deberes de información y en la previsión de un código de conducta estricto, a fin de impedir que los conflictos de intereses perjudiquen a las personas más vulnerables en las transacciones financieras, cuales son los pequeños inversores. Sin embargo, no se ha procedido a definir cuál es la información a la que podrían acceder inversores, emisores o autoridades públicas. Todo ello apunta a la extrema complejidad del sistema de control público de las agencias de calificación en la Unión Europea y la provisionalidad del sistema de control, debido al carácter variable y cíclico de la misma estructura económica<sup>51</sup>.

#### IV. LOS CONFLICTOS DE INTERESES Y SU IMPACTO EN LA REGULACIÓN

Un conflicto de intereses puede definirse como una situación en la que una de las partes de una relación jurídica posee incentivos o posibilidades de beneficio actuando en contra de los intereses por los que ha de velar de acuerdo con el ordenamiento jurídico. Estas circunstancias concurren cuando la persona que lleva a cabo la actividad lo hace en nombre y a favor de otra o del bien común o interés general, es decir, cuando ha recibido un mandato que le obliga a proteger y defender los intereses de la persona a la que representa o a la que presta un servicio<sup>52</sup>. Por ejemplo, una persona que ejerce la abogacía no podría defender las pretensiones de otra que previamente le ha agredido a ella o a su familia. Del mismo modo, los funcionarios deben abstenerse de resolver en los supuestos en que en el asunto estén implicados familiares o personas con los que mantiene una relación de sociedad o mercantil.

Las agencias de calificación han de procurar que sus valoraciones se ajusten a criterios objetivos y se fundamenten en datos fehacientes. Sus juicios influyen en la adopción de decisiones por parte de los inversores y en la actuación futura de los emisores, sobre todo al lanzar

<sup>50</sup> F. AMTENBRAK y J. DE HAAN, «Credit rating agencies...», cit., pág. 1923.

<sup>51</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, *Las agencias de calificación...*, cit., pág. 76.

<sup>52</sup> M. I. GARRIDO GÓMEZ, *Criterios para la solución de conflictos de intereses en Derecho Privado*, tesis doctoral dirigida por SÁNCHEZ DE LA TORRE, Universidad Complutense, Madrid, 1991, págs. 23 y 24.

ofertas de títulos a los mercados financieros<sup>53</sup>. No puede afirmarse que las calificaciones vinculen a ningún inversor, pero sí se presentan como orientaciones de cierto valor y prestigio, elaboradas por personas que poseen capacidad y rigor. Las agencias de calificación crediticia deberían tener incentivos muy relevantes para emitir juicios objetivos y acertados, puesto que los agentes del mercado depositarán en ellas su confianza, en tanto en cuanto sean capaces de predecir con la suficiente eficacia el riesgo inherente a ciertos títulos<sup>54</sup>.

### 1. *La doble vertiente: el mercado de las agencias y el mercado financiero*

La actividad de calificación se encuentra abierta a la libre competencia, pese a que tradicionalmente han sido tres o, a lo sumo, cuatro entidades las que han ocupado las mejores posiciones en el mercado. De hecho, el Comité Económico y Social de la Unión Europea ha puesto de manifiesto la existencia de un segmento de actividad con caracteres propios de un oligopolio, lo que podría suscitar algunos problemas que salpicarían directamente al mercado de activos financieros<sup>55</sup>. Por un lado, las agencias carecerían de cualquier incentivo para llevar a cabo calificaciones objetivas y no vinculadas al interés de la persona que las contrata. En el fondo, tienen una cuota de mercado prácticamente segura y no deberían notar significativamente, al menos en el medio o corto plazo, la actividad de otros competidores, por más seria y rigurosa que fuese la calificación efectuada<sup>56</sup>. Por otro, entre ellas podrían alcanzar pactos colusorios que tendrían como principal seña de identidad el reparto del mercado y principalmente las empresas o emisores con mayor capacidad económica. Todo ello ahondaría en la creación de conflictos de intereses, debido al vínculo de permanencia que subsiste entre agencias de calificación y entidades emisoras<sup>57</sup>. La garantía de una remuneración constante difícilmente puede introducir nuevos incentivos para mejorar y perfeccionar las valoraciones de los títulos. Además, podrían generarse algunas diferencias respecto a las agencias no contratadas por los emisores que, si bien podrían tener

<sup>53</sup> G. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «Conflictos de interés en el sector del capital riesgo en España y en el Reino Unido», *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 2010, págs. 49 y 50.

<sup>54</sup> J. V. GONZÁLEZ GARCÍA, «Globalización económica, Administraciones públicas y Derecho administrativo: presupuestos de una relación», núm. 164 de esta REVISTA, 2004, pág. 27.

<sup>55</sup> Conclusión 2.8 Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta del Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifica el Reglamento CE 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia», de 8 de diciembre de 2010, COM (2010) 289 final, 2011/C 54/12.

<sup>56</sup> J. S. OSTER, «Who rates...», cit., pág. 359.

<sup>57</sup> E. L. ALTMAN y H. A. RIJKEN, «How rating agencies...», cit., pág. 2712.

acceso a cierta información publicada en torno a aquellos, tendrían dificultades para conocer otros datos igualmente relevantes para una correcta calificación. Todo ello supone una barrera de entrada al mercado para aquéllos<sup>58</sup>.

No obstante, un mercado con aquellas características podría considerarse igualmente beneficioso, puesto que la competencia no provocaría un deterioro de la calidad de las calificaciones y no mediaría una predisposición para atraer clientela mediante la valoración generosa de los activos<sup>59</sup>. Además, el hecho de que se hayan consolidado pocas empresas se deriva de la cesura o selección que el mismo mercado ha efectuado sobre la base de la experiencia, prestigio y confianza que se ha depositado en las agencias predominantes a lo largo del tiempo<sup>60</sup>. Al no estar sometidas a los vaivenes propios de un mercado en competencia plena, los juicios no dependerían estrictamente de los beneficios futuros —pues estos ya están asegurados—, sino de los resultados que arroja el mercado respecto a la solvencia de determinados títulos. Dado que unas pocas agencias pueden ofrecer ciertas orientaciones a muchas empresas e inversores, su actividad podría casi calificarse de interés general, y eso exige que se adopten más precauciones y medidas por las autoridades públicas.

En cuanto a la influencia en el mercado financiero de la situación del mercado de la calificación crediticia, el oligopolio en lo económico que ejercen las agencias de calificación tiene como consecuencia una suerte de «oligopolio de las valoraciones», lo que implica las dificultades para encontrar, por parte de emisores e inversores, mecanismos alternativos de contraste, verificación y comprobación de los resultados. Al no tener incentivos para mejorar, la propia dinámica de los pactos colusorios, siquiera tácitos, podría no forzarles a disentir en exceso de las calificaciones o evaluaciones emitidas por sus homólogas respecto a los mismos títulos-valores<sup>61</sup>. En la literatura especializada se ha concluido que no median apenas diferencias entre las evaluaciones efectuadas por unas agencias u otras y que las variables fundamentales apenas sufren alteración alguna, sin perjuicio de que subsistan algunas diferencias en otros criterios<sup>62</sup>. También es cierto que se ha

---

<sup>58</sup> Dictamen del Banco Central Europeo de 19 de noviembre (2010/C 337/01). El informe versa sobre una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia.

<sup>59</sup> J. S. OSTER, «Who rates...», cit., pág. 361.

<sup>60</sup> M. CHARLTON y C. PRESCOTT, «Las agencias de calificación: su desarrollo y contribución a los mercados financieros», *Papeles de Economía Española*, 54, 1993, pág. 268.

<sup>61</sup> A. J. TAPIA HERMIDA, *Las agencias de calificación...*, cit., págs. 244 y 245.

<sup>62</sup> P. HILL, R. BROOKS y R. FAFF, «Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies», *Journal of Banking & Finance*, 34, 2010, págs. 1338-1342.

denunciado desde la doctrina la falta de uniformidad en los criterios, lo que permitiría elegir a las empresas la agencia que les conviene mejor a sus intereses<sup>63</sup>. Por otro lado, en el Reglamento no parece que la figura del inversor se haya regulado adecuadamente en atención a los posibles conflictos de intereses que puedan suscitarse. El oligopolio acentúa notablemente los riesgos de que los inversores adopten decisiones de consuno para tumbar valores o incrementar sus cotizaciones o la rentabilidad. Piénsese que las calificaciones relativamente estables propician una tendencia común a confiar ciegamente en ellas, hasta el punto de que condicionan el comportamiento de la demanda y, por tanto, el precio o el valor de los activos o los títulos. Los inversores internacionales pueden emplear las evaluaciones de las agencias para presionar a las autoridades públicas que lanzan la oferta de deuda pública, al objeto de que se eleven los tipos de interés<sup>64</sup>.

Así puede explicarse la reivindicación, formulada por organismos como el Comité Económico y Social de la Unión Europea, consistente en permitir que las agencias de calificación no contratadas, y que compiten en el mismo segmento del mercado, puedan acceder a la información en torno a las empresas calificadas en las mismas condiciones que las agencias que previamente han sido contratadas por las entidades emisoras de títulos<sup>65</sup>. El incremento de la competencia parecería el remedio a la problemática a que conducen los conflictos de intereses. Sin embargo, la misma competencia podría abocar a las agencias a ganar más cuota de mercado en detrimento de evaluaciones más objetivas y transparentes.

## 2. *La objetividad y la transparencia de las calificaciones*

Los mercados de valores se caracterizan por la asimetría informativa que, con carácter general, sufren los inversores, no ya por el hecho de que el precio de aquellos pueda dispararse o decrecer en su beneficio o perjuicio, sino porque ignoran buena parte de ellos cuestiones

---

<sup>63</sup> S. SCALET y T. F. KELLY, «CSR rating agencies: what is their global impact?», *Journal of Business Ethics*, 1, 2010, pág. 72.

<sup>64</sup> Conclusión 1.10 Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifica el Reglamento (CE) 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia», COM (2010) 289 final, 23 de junio de 2010.

<sup>65</sup> Dictamen del Comité Económico y Social, COM (2010) 289 final. En el mismo sentido se pronuncia el Parlamento Europeo respecto a la propuesta de modificación del Reglamento en el punto 4.3.2. Véase SEC (2010) 678 y 679. Se confía, por parte del organismo europeo, en que estos sistemas de libre competencia reduzcan los conflictos de intereses motivados por la aplicación del modelo «el emisor paga».

inherentes a la gestión y al balance de las empresas o entidades que ofertan sus valores. Al respecto, las agencias de calificación pueden aclarar la situación económica de las empresas e informar públicamente respecto de las ventajas o inconvenientes de invertir o transmitir acciones o títulos de deuda. Todo ello comporta una mejora significativa en la calidad de la información que se provee por parte de las agencias de calificación. No se trata únicamente de publicar unos resultados en un determinado portal de Internet, sino mostrar cuál ha sido el camino que han seguido para alcanzar esa evaluación final y los criterios que han evaluado para dar un resultado. El mismo Reglamento excluye cualquier tipo de interferencia, por parte de las autoridades comunitarias o internas, en el contenido de las calificaciones crediticias ni en las metodologías empleadas por las agencias<sup>66</sup>.

El Reglamento obliga a las agencias a hacer 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. Han de indicar 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 debe explicar este hecho en la evaluación e indicará de qué modo los diferentes métodos o esos otros aspectos se han tenido en cuenta para determinar dicha calificación<sup>67</sup>.

Más allá de los conflictos de intereses, siquiera potenciales, en que pueda incurrir, la agencia ha de publicar 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, así como el código de conducta<sup>68</sup>. No parecen detallarse los aspectos de la metodología que han sido tenidos en cuenta y por qué se han empleado para alcanzar el resultado. Por ejemplo, se omiten los indicadores, entre los que cabría señalar el balance y la cuenta de resultados, la clientela o, en el caso de la deuda pública, el déficit público o variables macroeconómicas. No podría desprenderse de todos esos datos una explicación formada en torno a por qué se emplea esa metodología y su conexión con el resultado final.

<sup>66</sup> Artículo 23 Reglamento 1060/2009.

<sup>67</sup> Banco Central Europeo, «Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», *Boletín del Banco Central Europeo*, 5, 2009, pág. 122.

<sup>68</sup> Anexo I, sección E, Reglamento 1060/2009.

La metodología se presenta como un elemento esencial en las calificaciones. La importancia del medio empleado para llegar al resultado final de la calificación reside en que han de fijarse unos criterios o indicadores de acuerdo con los cuales la calificación puede ser más o menos favorable. Entre los indicadores pueden citarse la competitividad de una empresa, su productividad o el fondo de maniobra. En el caso de un Estado, algunos aspectos macroeconómicos podrían influir en la solvencia de la deuda soberana, como el desempleo, la demanda interna, el consumo, la balanza de pagos, etc. Por otra parte, en la metodología habría de incluirse la forma en que se ponderan todas estas variables, es decir, cuánto valen y por qué uno de esos valores puede ser considerado negativo o positivo de cara a la calificación. Interpretar los datos que proceden de las empresas o los Estados no resulta una labor sencilla, ni siquiera para los expertos, pero aún más complicada puede resultar si no se concede cierta transparencia a los procesos de decisión sustanciados en el seno de las agencias de calificación<sup>69</sup>.

Al respecto, el Reglamento debería haber contemplado con mayor precisión los criterios metodológicos de forma previa al inicio de la actividad de calificación, y no remitirse a un vago concepto de evaluación o validación, como es la simulación retrospectiva. *Per se*, esta metodología podría considerarse paradójica, puesto que la evolución fulgurante de los mercados de valores ha ido acentuándose en estos tiempos en que la economía tiene un componente financiero muy acusado<sup>70</sup>.

## V. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y DECISIONES POLÍTICAS DE LOS ESTADOS

Las calificaciones de las agencias no necesariamente inducen a adoptar unas determinadas medidas o a invertir de una forma u otra. En la crisis financiera de Estados Unidos, algunos fondos basura que habían sido calificados de forma positiva eran objeto de ventas masivas y depreciaciones galopantes. En ese caso, o los inversores poseían mejor información de la situación del mercado inmobiliario y de las entidades que garantizaban el valor de esos activos, o bien las agencias de calificación decidían omitir información de relevancia al objeto de evitar las turbulencias y la catástrofe. Parece que el mismo mercado se re-

---

<sup>69</sup> E. GONIS y P. TAYLOR, «Changing credit rating standards in the UK: empirical evidence from 1999 to 2004», *Applied Financial Economics*, 1-3, 2009, pág. 215. Las mismas agencias reconocen que la subjetividad se halla en el corazón de las evaluaciones mismas.

<sup>70</sup> P. JORION y C. S. ZHU LIU, «Informational effects of regulation FD: evidence from rating agencies», *Journal of Financial Economics*, 76, 2005, pág. 315.

guló hasta dejar muchos valores en precios irrisorios y prácticamente inservibles. El problema de esa crisis estribaba en que muchos inversores confiaron en que podrían obtener rentabilidad del dinero con el que se habían adquirido los mismos. De manera inopinada, comprobaron que las sumas entregadas desaparecieron y sus activos no servían para nada. Eso significó un derrumbe del sistema financiero, puesto que el dinero desapareció y con ello la capacidad de pago de emisores y entidades financieras que actuaban como tales.

Asimismo, el problema se trasladó a la sociedad, a la economía real, en la que empresas debieron cerrar, reducir personal o ajustar salarios como consecuencia de la falta de liquidez, no proporcionada por entidades bancarias que vieron cómo se incrementó de forma espectacular la morosidad. En este caso las agencias de calificación no advirtieron con la suficiente celeridad la transacción de activos no suficientemente garantizados (*hedge funds*) ni su sobrevaloración, lo cual podría haber impulsado medidas de regulación del mercado financiero que limitaran las ganancias desmedidas y la pérdida de valor de los activos. Aquí se plantea la incidencia de las calificaciones en la intervención y ejercicio de las potestades administrativas.

Las calificaciones negativas, o en progresivo deterioro, de los títulos de deuda, así como el aumento de la prima de riesgo, plantean a los Estados el problema del modo en el que deben abonarse las deudas. Desde una perspectiva política, sirve de pretexto sin igual para los sectores más conservadores y neoliberales en sus propósitos de reducir el déficit público y dismantelar las prestaciones y servicios públicos. De hecho, la situación ha llevado a las autoridades comunitarias a imponer condiciones a ciertos Estados para trasvasar ingresos y fondos públicos a los inversores o personas titulares de la deuda. Los remedios consisten en recortar progresivamente el gasto público, mediante privatizaciones, disminución de la inversión en el sector privado, en infraestructuras y, fundamentalmente, en los servicios públicos y en la asistencia social<sup>71</sup>. Asimismo, se ha producido la reestructuración del sector bancario para evitar las quiebras de entidades financieras provocadas por la falta de liquidez. Esta última ha tenido como consecuencia un mayor recelo para hacer circular el dinero, por parte de la banca, en forma de préstamos a empresas y a particulares<sup>72</sup>. El resultado es previsible: la recesión económica, que, a su vez, trae consigo más desempleo y medidas de las autoridades públicas tendentes a reducir paulatinamente los derechos y garantías de los trabajadores, a fin de me-

<sup>71</sup> X. VIDAL-FOLCH, «Lo que Europa exige a España», *El País*, 7 de marzo de 2012.

<sup>72</sup> S. CARBÓ VALVERDE, «Sector bancario: aligerar para relanzar», *El País*, 15 de enero de 2012.

jorar el tejido productivo empresarial y, de ese modo, mejorar la situación económica. Las medidas de ajuste, por otra parte, afectan a una ya de por sí debilitada cohesión social castigada por la crisis económica. Estas medidas económicas no resultan novedosas en la historia reciente ante procesos de endeudamiento público, como sucedió en Latinoamérica y en otras regiones donde la deuda externa ahogó las economías domésticas<sup>73</sup>.

En efecto, la deuda externa de muchos países precisaba ser saneada, con el inconveniente agravado de la subida progresiva de los tipos de interés. El incremento de la deuda derivó en nuevos recortes en gasto social, infraestructuras y servicios públicos, además de privatizaciones y restricción de derechos a los trabajadores. Algunos países debían refinanciar la deuda mediante nuevos préstamos a intereses más elevados, lo que desembocaba en nuevos ajustes promovidos por entidades que aglutinaban la mayor parte del capital prestado, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial<sup>74</sup>. Así se mantuvo la tendencia a un paulatino desmantelamiento de los servicios esenciales del Estado y a la mayor dependencia del capital privado, un efecto nefasto para democracias incipientes. Los servicios públicos esenciales quedaron en manos de empresas transnacionales extranjeras, la educación y la sanidad acabaron depauperadas, lo que significó para la ciudadanía, por ejemplo, el dilema de contratar empresas aseguradoras privadas o sufrir una asistencia sanitaria de escasas garantías para el cuidado de la salud. El recurso a la iniciativa privada venía condicionado, en buena lógica, por la capacidad económica del cliente, no por su estado de salud o las circunstancias sociales en que se encontraba.

### 1. *Criterios a evaluar en las calificaciones*

En el momento en que una agencia de calificación evalúa la deuda de un país debe tener en cuenta determinados indicadores o variables que le permitan deducir la solvencia o capacidad de pago de la deuda emitida. Algunos de ellos son la gestión, la estructura económica y de crecimiento, el análisis presupuestario y la flexibilidad o la situación financiera. En cuanto a las relaciones intergubernamentales, pueden citarse las transferencias de fondos como mecanismo para captar ingresos por las autoridades; la facultad impositiva, pues este hecho es clave para determinar su flexibilidad en la generación de ingresos; las

<sup>73</sup> M. CHARLTON y C. PRESCOTT, «Las agencias de calificación...», cit., pág. 272.

<sup>74</sup> P. KRUGMAN, *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Crítica, Barcelona, 2009, págs. 42-59.



competencias, en las que se examina si los ingresos se adecuan al nivel y tipo de servicios que se han de suministrar; la capacidad de endeudamiento, lo que es especialmente relevante en entes autonómicos o locales para conocer si pueden emitir deuda sin autorización del organismo superior, como puede ser el Estado<sup>75</sup>.

La gestión de las entidades públicas es objeto de evaluación por las agencias de calificación, de manera que estudian la estructura de la dirección, así como los sistemas y controles de gestión como indicadores muy útiles de la estabilidad financiera futura de los gobiernos regionales y locales, especialmente cuando las circunstancias, los líderes y las alianzas políticas han cambiado. Asimismo, las agencias analizan la estructura económica y de crecimiento, y en concreto la demografía, las infraestructuras, la riqueza en recursos naturales y la composición de la producción y el empleo. En cuanto al análisis presupuestario, se evalúa la línea de crecimiento del gasto en relación con el crecimiento de la población y la base fiscal, así como la flexibilidad tanto de gastos como de ingresos y el grado de cumplimiento presupuestario de los últimos años<sup>76</sup>.

Las variables a estudiar están interrelacionadas y con ellas se pretende determinar tanto el riesgo económico como el político<sup>77</sup>. Aquéllas determinan la capacidad del Estado para devolver a tiempo sus deudas, mientras que las variables políticas determinan la decisión del gobierno de saldarlas<sup>78</sup>. En el ámbito privado, las agencias de calificación valoran el riesgo regulatorio que entraña una determinada actividad, debido a que la misma Administración puede obligar a adoptar determinadas medidas que comportan asumir un coste que, en último término, afecta a la solvencia de las empresas<sup>79</sup>.

Habría que examinar si muchas de las cuestiones que evalúan las agencias de calificación pueden determinar la falta de solvencia y si aquéllas deberían tener en cuenta otros factores que podrían contribuir a la promoción y consecución de otros fines, más propios de las instituciones públicas como entes instrumentales. Debe notarse a este respecto que el tratamiento y análisis que recibe la deuda soberana no puede partir de los mismos presupuestos que aquel que se efectúa en relación con las entidades privadas, puesto que los fines y la vinculación

---

<sup>75</sup> P. CERVERA RUIZ, «Rating de las agencias de calificación: la medida de la calidad del riesgo», *Estrategia Financiera*, 238, 2007, págs. 12 y 13.

<sup>76</sup> J. LÓPEZ PASCUAL, *El rating...*, cit., págs. 144 y 145.

<sup>77</sup> N. R. AMADOU, «Rating the rating agencies: anticipating currency crises or debt crises?», *Journal of Banking & Finance*, 28, 2004, págs. 2486 y 2487.

<sup>78</sup> R. SAMANIEGO MEDINA y J. L. MARTÍN MARÍN, «El método estándar en el nuevo acuerdo de Basilea», *Boletín de Estudios Económicos*, 186, 2006, págs. 547 y 548.

<sup>79</sup> P. CERVERA RUIZ, «Rating de las agencias...», cit., pág. 13.

a la que se someten las autoridades públicas respecto a la ley difiere sensiblemente. Las Administraciones no pueden actuar si una norma no les habilita para ello, mientras que las empresas privadas se rigen por el principio de autonomía de la voluntad. En algunas ocasiones, incluso, cabe plantear, como variable o indicador de las calificaciones, elementos como el tipo de empresa, es decir, su antigüedad, la diversificación de su producto o la posición competitiva. No puede acertarse a comprender de qué manera podrían incidir estos factores en la deuda soberana emitida por autoridades públicas<sup>80</sup>.

Las autoridades públicas han de ejercer sus potestades de acuerdo con un procedimiento administrativo y unos fines que las justifican. La actividad administrativa ha de servir a los intereses generales, con sometimiento pleno a la ley y al Derecho, y no puede tener por objeto la consecución del mayor beneficio económico posible, sin perjuicio del deber de llevar a cabo una gestión eficiente y adecuada. El efecto inmediato de una calificación negativa para entidades que deben velar por el bienestar de la ciudadanía, el bien común o el interés general significa, en último término, dudas de la solvencia de las autoridades para hacer frente a las obligaciones de servicio público. Una valoración sin tener en cuenta estas circunstancias inherentes a cualquier entidad pública —y, por tanto, instrumental— podría considerarse vacía o, al menos, incompleta. No puede olvidarse que el incremento de la prima de riesgo y los intereses de la deuda obligan a entrar en una espiral de refinanciación de la deuda que hipotecará la garantía del Estado social.

Si las agencias de calificación y su regulación permiten la equiparación de la deuda emanada de autoridades públicas y privadas, se parte de un presupuesto erróneo cual es considerar de un mayor valor ponderado la satisfacción de las obligaciones contraídas con los inversores en un ámbito, como es el mercado financiero, que los derechos, las prestaciones y el interés general al que se somete cualquier Administración pública. Por ello resulta prioritario distinguir el régimen jurídico aplicable a las calificaciones de la deuda privada de aquel que deba aplicarse a la pública, pues precisamente razones de interés general, así como el sostenimiento del Estado social y del bienestar, obligan a ello. La ausencia de regulación, entendida como la previsión de unos criterios objetivos, transparentes y proporcionados, puede abocar a una constante presión sin límite de los mercados, azuzados por las agencias de calificación, hacia las autoridades públicas. No puede admitirse que se valoren o ponderen de la misma forma los intereses y derechos de inversores y aquellos que corresponden a la ciudadanía,

---

<sup>80</sup> E. GONIS y P. TAYLOR, «Changing credit rating...», cit., pág. 215.

teniendo en cuenta que puede afectar a bienes y derechos fundamentales como la vida, la integridad física o la dignidad.

## 2. *Los efectos de las valoraciones en los mercados: ¿un nuevo soft law?*

Algunas entidades de naturaleza privada pueden elaborar normativas técnicas relativas a procesos o estándares en la producción industrial o en otros sectores, como el de las telecomunicaciones. El hecho de que procedan de entes privados no impide a las autoridades públicas acoger aquella normativa y transformarla en Derecho directamente vinculante mediante reglamentaciones. A su vez, aquellos organismos privados proceden a regular criterios de acuerdo con los cuales aprueban o certifican el funcionamiento y organización de empresas. En materia medioambiental, las entidades de acreditación verifican el cumplimiento de determinadas medidas conducentes a la reducción del impacto ambiental sobre factores como el aire, el agua o el suelo. Los procesos de etiqueta ecológica permiten comprobar que se han empleado por la empresa las mejores tecnologías disponibles, que invierte una buena proporción de fondos en la protección ambiental o que se han llevado a cabo informes y estudios periódicos para evaluar las medidas adoptadas<sup>81</sup>. Las certificaciones positivas en materia medioambiental se consideran voluntarias y, sin embargo, ejercen una notable influencia en las personas o sociedades que pretenden contratar bienes o servicios con las empresas certificadas. Así, muchas Administraciones públicas exigen como requisito indispensable en las prescripciones técnicas generales la certificación emanada de una entidad de certificación<sup>82</sup>.

Todas aquellas formas de acreditación tienden a reducir la asimetría informativa y la desconfianza que a priori puede pesar en una persona que decida contratar con otra. La calidad de los productos o servicios y la protección ambiental se hallan vinculadas en último término al riesgo que entrañan determinadas actividades y productos para bienes jurídicos como la seguridad, la salud o el bienestar de las personas<sup>83</sup>. Las agencias de calificación crediticia tratan de reducir el riesgo inherente a las operaciones financieras proporcionando una información al

---

<sup>81</sup> A. NOGUEIRA LÓPEZ, *Ecoauditorías, intervención pública ambiental y autocontrol empresarial*, Marcial Pons, Madrid, 2000, pág. 349.

<sup>82</sup> J. A. CARRILLO DONAIRE, «Seguridad y calidad productiva: de la intervención policial a la gestión de riesgos», núm. 178 de esta REVISTA, 2009, págs. 93-95.

<sup>83</sup> J. ESTEVE PARDO, *Técnica, riesgo y Derecho. Tratamiento del riesgo tecnológico en el Derecho ambiental*, Ariel Derecho, Barcelona, 2009, págs. 37-42.

mercado respecto a la calidad o solvencia financiera que presentan las entidades que ofrecen sus productos<sup>84</sup>.

En la regulación de los mercados financieros pueden encontrarse ejemplos de los que se desprende la importancia de las calificaciones crediticias efectuadas por agencias acreditadas. Así, la evaluación del riesgo de los títulos, de acuerdo con las exigencias reglamentarias, puede ser realizada por agencias de calificación debidamente acreditadas de conformidad con la Ley del Mercado de Valores. La agencia ha de ser reconocida, además, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con los criterios que establezca para ello, valorando en todo caso la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha empresa<sup>85</sup>. Por otro lado, la solvencia de los agentes financieros que gestionan fondos de pensiones se presume suficiente cuando «cuenta con una calificación crediticia favorable de una agencia especializada de reconocido prestigio»<sup>86</sup>. Además de que los inversores cuentan, en el momento de efectuar operaciones, con la información suministrada por las agencias, las mismas autoridades públicas exigen una calificación crediticia, procedente de entidades debidamente acreditadas, para admitir a negociación determinados títulos o la participación de agentes dedicados a la gestión de fondos de pensiones. En fin, la póliza de seguro o la garantía de pago de una entidad aseguradora o de una entidad de crédito han de poseer una calificación crediticia mínima para exposiciones a largo plazo de A1, A+ o asimilada que se otorgue por una agencia de calificación crediticia que hubiera sido registrada de acuerdo con el Reglamento comunitario de 2009<sup>87</sup>.

El *soft law*, como elenco de normas emanadas de entidades privadas, ha sido objeto de crítica por la doctrina, debido a su procedencia y a la posibilidad de que se confundan los roles del regulador y el regulado o que surjan conflictos de intereses que concedan ventajas in-

<sup>84</sup> H. LANGOHR y P. LANGOHR, *The rating agencies...*, cit., pág. 82.

<sup>85</sup> Artículo 70.2 Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<sup>86</sup> Artículo 10 Orden de 7 de febrero de 2008 por la que se desarrolla la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, del régimen de inversiones y de procedimientos registrales. Para su consideración como inversión apta para los fondos de pensiones, los activos financieros estructurados definidos en el apartado 1 del artículo 14 de la Orden, instrumentados en valores negociables, deben disponer de una calificación crediticia, actualizada anualmente, emitida por una agencia de calificación de reconocido prestigio.

<sup>87</sup> Artículo 17.3.g) Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de Régimen Jurídico de los Servicios de Pago y las Entidades de Pago; otros ejemplos en los que se toman en consideración las calificaciones crediticias efectuadas por agencias de calificación acreditadas son, entre otros, los siguientes: artículo 6.2 Ley 13/1985, de 25 de mayo; artículo quinto.8 Ley 19/1992, de 7 de julio; y, finalmente, artículo 58.1 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

justificadas a determinadas empresas<sup>88</sup>. Se ha planteado, incluso, la paulatina privación al Estado de su potestad exclusiva para aprobar normas y se ha confirmado que las autoridades públicas no pueden hacer frente a los retos que plantean las nuevas tecnologías. Los laboratorios privados y los organismos de investigación introducen mecanismos más efectivos en la lucha contra la contaminación o en la preservación de entornos seguros y fiables, así como en la fabricación de productos de calidad. Todas esas nuevas tecnologías pueden ser incorporadas a modificaciones normativas o a actos administrativos de regulación que tienen un efecto directo en las empresas que operan en los sectores afectados<sup>89</sup>. Piénsese en las mejores tecnologías disponibles que pueden ser exigidas a las empresas que han obtenido una autorización ambiental integrada. Todas ellas parten de la iniciativa de institutos de investigación y organismos privados más o menos prestigiosos o conocidos. ¿Son todos esos mecanismos tecnológicos fiables y efectivos, y no deberían acaso las mismas autoridades públicas comprobar o testar su efectividad? La imposición de una tecnología por norma o acto administrativo provoca un incremento del beneficio de las empresas o institutos que posean las patentes, por lo que habría de garantizarse un proceso más transparente en la aprobación de una norma técnica que incluya un procedimiento de participación y evaluación previa por parte de las empresas afectadas<sup>90</sup>.

En el caso de las calificaciones crediticias, no parece que vayan a incorporarse al ordenamiento jurídico, lo que no significa que carezcan de efectos en la práctica. La ausencia de previsiones o calificaciones efectivas y adecuadas pudo originar tormentas en los mercados financieros en la crisis de las hipotecas *subprime* y los *hedge funds*. Estos títulos no parecían estar respaldados por un grado real de solvencia si se tiene en cuenta que son títulos de crédito basados precisamente en deudas hipotecarias contraídas por personas que no disponían de salario suficiente o que se encontraban en precarias situaciones laborales<sup>91</sup>. A su vez, los fenómenos de autorregulación o de *soft law* necesitan un fuerte respaldo entre los miembros de la comunidad a la que se aplica. Así ha venido sucediendo con los certificados ISO o las direcciones electróni-

---

<sup>88</sup> H. SHEPEL, «Delegation of regulatory powers to private parties under EC Competition Law», *Common Market Law Review*, 39, 2002, pág. 49; J. VAN DER ESCH, «Dérégulation, autorégulation et le régime de concurrence non faussé dans la CEE», *Cahiers de Droit Européen*, 2, 1990, pág. 504.

<sup>89</sup> V. ÁLVAREZ GARCÍA, *La normalización industrial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, págs. 134-135.

<sup>90</sup> I. LASAGABASTER HERRARTE, A. GARCÍA URETA e I. LAZCANO BROTONS, *Derecho Ambiental. Parte General*, Lete, Bilbao, 2007, págs. 345-347.

<sup>91</sup> F. AMTENBRAK y J. DE HAAN, «Credit rating agencies...», cit., pág. 1922.

cas en Internet. Parece subyacer una necesidad implícita de que el sistema funcione sin fisuras, pues se parte del presupuesto de una regulación cooperativa<sup>92</sup>. Pese a que la influencia de las calificaciones en los comportamientos de los inversores puede resultar palmaria, una actuación equivocada de aquellas puede repercutir en la falta de credibilidad de las agencias y, a largo plazo, en su continuidad<sup>93</sup>.

Se ha planteado la posibilidad por parte de la doctrina económica de que las crisis de la deuda pueden predecirse lo suficiente por parte de las agencias de calificación, en tanto que disponen de una información y variables que les permiten dibujar las perspectivas en un corto o medio plazo<sup>94</sup>. Otras tesis defienden la existencia de un cierto grado de imprevisibilidad de las calificaciones, de modo que no pueden ser juicios de equidad, sino opiniones o juicios en función de los datos disponibles<sup>95</sup>. Al hilo de estas consideraciones, en Estados Unidos los tribunales han reiterado en diferentes fallos la ausencia de responsabilidad de las agencias por los errores que hayan podido cometer en sus previsiones o en la valoración de los títulos, al entender que la labor de las agencias ha de circunscribirse a las categorías de juicios y opiniones que se hallan amparados por la Primera Enmienda, relativa a la libertad de expresión<sup>96</sup>.

Los intereses de los inversores y los emisores de deudas y obligaciones suelen diferir bastante, puesto que unos y otros tratan de obtener el mayor beneficio posible. Los primeros han de asegurarse la devolución del capital invertido más un índice o tasa de rentabilidad; los segundos tratarán de ocultar debilidades en cuanto a su solvencia para que no tengan dificultades en transmitir sus títulos. La agencia podría desempeñar el papel de árbitro, pero para ello igualmente debería controlarse su vínculo con los inversores, ya que las calificaciones afectan inevitablemente a todos los agentes que operan en el mercado<sup>97</sup>. La crisis de la deuda soberana es la historia de una profecía que se autoincumple, en tanto que las notas desfavorables de la deuda de determinados países se convierten en un incentivo más para los inversores, que deciden incrementar el riesgo y obligar al pago de un interés mayor a los Estados que ofrecen su deuda<sup>98</sup>.

<sup>92</sup> S. SCALET y T. F. KELLY, «CSR rating...», cit., pág. 73.

<sup>93</sup> A. STOLPER, «Regulation of credit rating agencies», *Journal of Banking & Finance*, 7, 2009, págs. 1272-1273.

<sup>94</sup> N. R. AMADOU, «Rating the rating...», cit., págs. 2850-2857.

<sup>95</sup> H. LANGOHR y P. LANGOHR, *The rating agencies and their credit ratings...*, cit., pág. 85.

<sup>96</sup> *Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor's Servs. Inc.*, 175 F3d 848 (10<sup>th</sup> Cir. 1999); *Quinn v. McGraw-Hill*, 168 F3d 331 (7<sup>th</sup> Cir. 1999).

<sup>97</sup> H. K. BAKER y S. A. MANSI, «Assesing credit rating agencies...», cit., pág. 1371.

<sup>98</sup> D. FERNÁNDEZ, «Municipión para los agoreros», *El País*, 15 de diciembre de 2010.

En definitiva, al resultar implicados intereses públicos de primer orden, principalmente por la creciente repercusión de los resultados derivados de los mercados financieros en la economía real, los dictámenes de las agencias de calificación han de estar sujetos a garantías más propias de las técnicas reguladoras, excluyéndose, de este modo, su naturaleza de opiniones o productos de la libertad de información<sup>99</sup>.

### 3. *La actuación de las agencias de calificación y su incidencia en las políticas públicas*

Desde la perspectiva de los mercados de deuda pública, se suscita la controversia en torno a si la calificación de los títulos puede determinar o condicionar de algún modo las políticas públicas. Pese a las tendencias desreguladoras de los últimos treinta años en la Unión Europea, las demandas de la ciudadanía y la intervención pública en ámbitos como la asistencia social y los servicios de interés general se incrementan año a año. Los Estados deben solicitar financiación de un modo u otro y recurren a los mercados de la deuda, al objeto de recabar fondos y conceder una remuneración a los que aporten los mismos en forma de interés por un plazo. La actividad de las agencias de calificación no ha soslayado esta actuación de los Estados y estos mismos les piden un examen de su solvencia, es decir, la capacidad de pago del principal y los intereses, de modo que la valoración pueda ser tenida en cuenta por los posibles adquirentes de los títulos.

En la medida en que los operadores se ven influidos por las calificaciones crediticias, estarán dispuestos a asumir un mayor o menor riesgo, que se verá compensado con la aplicación de un tipo de interés más alto. Como se ha afirmado en sede doctrinal, en los mercados de deuda la ágil ejecución de una orden de compra o venta dependerá, como en cualquier centro de transacción, de que la oferta o demanda que exista en ese momento se ajuste a la orden introducida respecto a precios máximos o mínimos, así como al mejor precio posible<sup>100</sup>. Si la

---

<sup>99</sup> Cabe hacer referencia aquí a algunas controversias que han mantenido las autoridades públicas, españolas o europeas, con las agencias de calificación, quienes, debido a sus actuaciones, han puesto en tela de juicio sus intenciones. Al respecto, en prensa se publicó una noticia relacionada con las discrepancias en torno al agujero de la banca en España. La agencia Moody's decidió rebajar la solvencia española justo unas horas antes de que el Banco de España publicase las cifras oficiales y, además, eludió pronunciarse respecto a las posibles discrepancias entre cifras, aduciendo el deber de confidencialidad que ha de observar en estos casos. Al respecto, véase C. PÉREZ y A. MISSÉ, «Moody's contra el Banco de España», *El País*, 20 de marzo de 2011.

<sup>100</sup> J. W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *La contratación en el mercado de valores*, Marcial Pons, Barcelona, 2001, pág. 250.

solvencia de las autoridades públicas parece presentar inconvenientes, solo pueden atraer el capital de los inversores ofreciendo tipos de interés más elevados, lo que puede ser un incentivo para adquirir el título de deuda, y más teniendo en cuenta que las autoridades europeas se han preocupado por afrontar las obligaciones derivadas de la deuda mediante rescates. Las agencias de calificación transmiten una información a los inversores que, a su vez, puede ser utilizada por éstos para presionar a los Estados poco o medianamente solventes e incrementar los tipos de interés en las subastas de deuda pública<sup>101</sup>. En el mercado los inversores y los intermediarios financieros, una vez estudiadas las valoraciones emitidas por las agencias, pueden vender los títulos y provocar que su cotización disminuya sensiblemente<sup>102</sup>. Todo ello sirve de señal al resto de inversores e induce a que se fije un diferencial o prima de riesgo, que son los puntos porcentuales adicionales en los que se sitúan los tipos de interés de una deuda soberana en relación a otra de referencia en Europa, en este caso la alemana.

Asimismo, los títulos de deuda que circulan en el mercado albergan el derecho a exigir una mayor retribución si se incrementa la prima de riesgo. Como su propio nombre indica, la prima de riesgo sirve como remuneración adicional porque es, en el fondo, una compensación por el riesgo que entraña la recuperación de lo prestado más los intereses. Todo ello puede abocar a un mayor endeudamiento de las autoridades públicas y a engordar progresivamente el lastre que pesa sobre ellas. La obligación de afrontar los pagos provenientes de la deuda impide a los Estados encarar sus compromisos, principalmente en materia social o en el fomento de la actividad económica<sup>103</sup>. El daño sobre las políticas públicas, el Estado de bienestar y el Estado social puede ser difícilmente reparable.

Los Estados precisan fondos para llevar a cabo sus políticas sociales o simplemente para el sostenimiento de sus Administraciones. Ahora bien, el aumento del tipo de interés de la deuda, asociado al mayor riesgo que asume el inversor, merman considerablemente la capacidad de maniobra de las instituciones públicas, que incluso comporta serios ajustes presupuestarios<sup>104</sup>. El mercado de la deuda, lugar en el que se forma el tipo de interés en función de la variable del riesgo,

<sup>101</sup> J. AYUSO, «Regular las agencias de rating», *El País*, 27 de marzo de 2011.

<sup>102</sup> H. LANGOHR y P. LANGOHR, *The rating agencies...*, cit., pág. 85.

<sup>103</sup> A. EMBID IRUJO, «El Derecho público de la crisis económica», en A. BLASCO ESTEVE (Coord.), *El Derecho Público de la crisis económica. Transparencia y sector público*, INAP, Madrid, 2012, págs. 56-58.

<sup>104</sup> J. STIGLITZ, *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Taurus, Madrid; Icaria, Barcelona, 2001, pág. 247.



condiciona las políticas públicas de los Estados, y más en concreto los derechos asistenciales de que disponen muchas personas como corolario del Estado social y de la promoción y garantía de las condiciones de igualdad para el ejercicio de los derechos. Las sociedades o personas dedicadas a la inversión no basan sus decisiones en las políticas sociales, sino en criterios de rentabilidad en relación con el riesgo asumido. Dado que el cobro de la deuda pública parecería factible y garantizado a tenor de los últimos rescates, habría razones para pensar que ciertos inversores —especialmente los llamados institucionales— y las agencias de calificación pueden haber preparado los instrumentos imprescindibles para que, al cobijo de las cifras del déficit público y de la recesión económica, influyan en aumentos de las tasas de interés que obliguen a refinanciar la deuda.

Por último, todo ello plantea otras controversias desde la perspectiva del principio democrático. Las calificaciones crediticias y, con ellas, las decisiones que adoptan los mercados financieros no pueden desplazar, siquiera mediatamente, a las personas legítimamente elegidas como representantes de diferentes comunidades políticas<sup>105</sup>. La presión sobre la deuda pública tiene como consecuencia directa limitar el margen de actuación de las autoridades públicas en periodos de recesión o falta de actividad económica. Eso implica que los colectivos de personas más desfavorecidos, y sin duda los más castigados por estos periodos de crisis, precisarán asistencia para alcanzar unas mínimas condiciones vitales para garantizar su dignidad. El destino de fondos públicos para el pago de la deuda, incrementada por las calificaciones desfavorables y las constantes subidas de los tipos de interés, plantea el serio interrogante en torno a si son los mercados los que deciden ampliar o reducir la esfera de los derechos de las personas, su dignidad y el desarrollo de su personalidad, o si, en último término, los representantes políticos pueden imponer límites a aquellos, atendiendo a su mandato instrumental en pos del interés general y del Estado social.

## VI. CONCLUSIONES

Las agencias de calificación son entidades cuya misión consiste en evaluar la solvencia de productos financieros, entre los que se halla la deuda pública emitida por los Estados y autoridades públicas. A las agencias se les somete a un control previo, basado en una autoriza-

---

<sup>105</sup> S. STRANGE, *La retirada del Estado*, Icaria, Barcelona, pág. 247. Véase, en el mismo sentido, A. OGUS, «Rethinking self-regulation», *Oxford Journal Law School*, 15, 1995, págs. 97 y ss.

ción previa, una vez que la Autoridad Europea ha comprobado el cumplimiento de determinados requisitos y la entrega de la información indispensable para llevar a cabo un control y vigilancia a posteriori, es decir, una vez iniciada la actividad. El objetivo de los controles previos estriba en garantizar la ausencia de conflictos de intereses o, aun mediando los mismos, ha de verificarse que las agencias disponen de mecanismos suficientes para gestionarlos. La virtualidad del control previo al inicio de la actividad se ve mermada por el hecho de que no puede conocerse ni preverse qué clientes contratarán los servicios de la agencia ni qué productos evaluará, así como los efectos que puede producir la turbulencia de los mercados. Por ello, el principal mecanismo de supervisión consiste en las inspecciones, los requerimientos de información e, incluso, la regulación, para lo cual las autoridades internas y comunitarias han de disponer de medios materiales y humanos suficientemente preparados, organizados y coordinados para detectar posibles conflictos de intereses o actuaciones irregulares de las agencias.

El Reglamento comunitario no ha permitido el ejercicio de un control más exhaustivo de las metodologías que han de aplicar las agencias de calificación para analizar los productos financieros. Podría haber establecido algunos indicadores comunes en todas las evaluaciones, lo que incrementaría la seguridad jurídica y la transparencia de las calificaciones, puesto que los juicios podrían basarse en elementos más estables y objetivos. Otorgar amplias facultades de apreciación a las agencias de calificación puede propiciar abusos y arbitrariedades por parte de aquellas, lo que resulta más grave en el caso del mercado de deuda pública. No puede olvidarse que están implicados fondos públicos vinculados a funciones de soberanía y a la satisfacción de servicios públicos esenciales. Dado que la deuda soberana tiene por objeto satisfacer fines de interés general o hacer efectivos derechos asistenciales, excluyendo cualquier ánimo de lucro o beneficio personal de las Administraciones como sus gestoras, las reglas respecto a la metodología de la calificación deberían diferir respecto a las comunes para los productos emitidos por entidades privadas. Los conflictos de intereses no son los mismos y la función que han de cumplir esos fondos tampoco. Sin embargo, la normativa comunitaria no ha efectuado distinción alguna en cuanto al régimen jurídico de unos y otros productos, lo que repercutiría en los criterios, indicadores o metodologías de las calificaciones crediticias.

Las agencias de calificación se ven salpicadas por conflictos de intereses entre ellas, los emisores, las autoridades públicas que emiten títulos de deuda y los inversores, interesados en obtener una información de primera mano para llevar a cabo operaciones especulativas. De he-

cho, este último conflicto de intereses no se ha tenido en cuenta por las autoridades comunitarias en el Reglamento, pese a que muchas sociedades de inversión participan en el capital social de ciertas agencias de calificación. En el caso de la deuda pública, el peligro se acrecienta desde el momento en que las agencias pueden emitir calificaciones negativas al objeto de forzar a las autoridades públicas a incrementar el tipo de interés, que es el precio que han de pagar aquellas por el riesgo que comporta su aminorada solvencia. Esto es lo que condiciona el incremento de la prima de riesgo que acompaña a la transmisión de la deuda pública en los mercados de valores. El afán especulador de los inversores puede aconsejarles no comprar títulos hasta que se incremente su tasa de interés, cuyo pago, por otro lado, tampoco debería verse comprometido por los recientes rescates protagonizados por autoridades públicas de distintos Estados.

El sistema de autorizaciones y el cumplimiento de requisitos excesivamente onerosos, previstos en el Reglamento comunitario, no parecen promover condiciones de competencia entre las agencias de calificación, al incorporar barreras de entrada de difícil superación. Todo ello ha consolidado un oligopolio que tiende, además, a coincidir en pronósticos y valoraciones de los productos, lo que comporta que las mismas agencias asuman un rol paralelo al de las autoridades reguladoras, precisamente por la confianza y prestigio que les han otorgado los operadores del mercado financiero. No han servido las experiencias nefastas de los primeros años de este siglo para desautorizar y rechazar a las agencias que copan las más amplias cuotas de mercado. Aprueban permanentemente evaluaciones y previsiones que se han convertido en un *soft law*, en una referencia u orientación para las políticas y estrategias empresariales o estatales. En los mercados de deuda pública los juicios de las agencias y sus resultados pueden entenderse como fenómenos de captura al regulador, en el sentido de que éste ha de adoptar medidas de reducción del gasto público para evitar mayores incrementos de la deuda y refinanciaciones precisamente por la subida de los tipos de interés inherentes al riesgo (prima de riesgo). Por tanto, ni las calificaciones crediticias de la deuda pública comportan los mismos efectos en la ciudadanía que el resto de evaluaciones ni el mercado de la deuda ha de regirse por las mismas normas, atendiendo al carácter instrumental de los fondos públicos. Carece de sentido pagar del erario público actividades especulativas, que benefician a unas pocas personas, y postergar otras funciones y servicios públicos esenciales, como la sanidad, la educación, el empleo o la asistencia social. No debería sustituirse la voluntad de los mercados o de las agencias de calificación por la soberanía popular encarnada en los representantes políticos.

Aquí se ponen de manifiesto algunas propuestas para la modificación del marco reglamentario: a) La mejora de la transparencia para la metodología, incidiendo especialmente en las calificaciones de la deuda pública e imponiendo criterios comunes de calificación para estos productos financieros; b) Regulación específica de las obligaciones y deberes que recaen sobre las agencias en caso de que califiquen o evalúen deuda pública; c) En la regulación general y aquella que se plantea con motivo de la calificación de deuda soberana, ha de prestarse especial atención y preverse los conflictos de intereses con inversores o grupos de inversores; d) Dado que la deuda se destina a fines de interés general, deberían regularse especialmente los criterios a tener en cuenta por las agencias de calificación, de modo que atiendan especialmente a las necesidades sociales básicas, basadas en la dignidad de las personas; e) Las reglas del mercado de valores no pueden ser las mismas que rijan para el mercado de la deuda, dada la naturaleza pública de este título y los fines de interés general o social para los que se emplea. La asunción de la deuda por otras autoridades públicas, como el Banco Central Europeo, a menores tasas de interés que las del mercado, o limitar el tipo de interés como medida reguladora, contribuirían a evitar que las decisiones que se adoptan en el mercado condicionen las políticas económicas y sociales de los Estados. Una exigencia derivada de la legitimidad democrática que encarnan las autoridades públicas; f) Por último, a fin de facilitar y promover la transparencia y seguridad jurídica en la regulación y control de estas entidades, debería definirse exactamente qué se considera información confidencial y por qué no pueden acceder a ella otras agencias de calificación, autoridades públicas o inversores como agentes directamente implicados en las evaluaciones de los títulos.