

## Capítulo 19

### **Gobernanza y supervisión de ciertos “controladores” del riesgo de inversión: El caso de las agencias de calificación de riesgos**

Elena Pérez

E. Pérez

Universidad de Santiago de Compostela, Centro de Responsabilidad social, Gobierno Corporativo y Protección del Inversor, Santiago de Compostela, España.

[elena.perez@usc.es](mailto:elena.perez@usc.es)

M.Ramos, F.Miranda (eds.) *Optimización-Estocástica-Recursiva-Coherente-Sistémica y sus variantes (probabilidad, econometría y estadística aplicada)*, Temas Selectos de Optimización-©ECORFAN-Santiago de Compostela, España, 2012.

## **Abstract**

Credit Rating Agencies have a very relevant role to play in today's financial Systems. Notwithstanding some of their well known mistakes, their activities have been unregulated for decades. Following IOSCO's initiatives and fuelled by the economic crisis, legislators in USA and Europe are introducing Statutes to regulate their internal governance and their business models.

## **19 Introducción**

La globalización y la relevancia actual del mercado de inversiones, junto con la diversificación en el tipo de deuda emitida constituyen retos para la inversión cuyos agentes se ven sometidos al riesgo de desconocimiento del producto que sobre el que se invierte. Las Agencias de Calificación de Riesgos Crediticios (ACC) ocupan un lugar muy importante en la tarea de racionalizar el riesgo de inversión

Pese a su relevancia en el sector financiero, al menos desde 1929 han sido evidentes los fracasos de las ACC. (incapacidad para detectar con cierta antelación los descensos en el valor de activos, en vísperas de grandes colapsos como fue el de 1929, el Penn Central de EEUU en 1974, el asunto Enron, Lehman Brothers, etc). Concretamente, su papel en la crisis actual es muy cuestionado. Las tres grandes: Standard & Poor's, Moody's y Fitch, erraron en la calificación de las hipotecas subprime, y posteriormente sus calificaciones de deuda soberana en Europa parecen estar contribuyendo de forma definitiva al intenso agravamiento intenso de la depresión, particularmente en el sur del continente. Operativa y legislativamente, han pasado de décadas de actuación casi al margen de la regulación, a ser objeto de recomendaciones y reglas vinculantes en la actualidad. Algunas de las modernas disposiciones normativas sobre ACC se centran en el establecimiento de reglas de buen gobierno interno y externo que favorezcan que estas entidades cuenten con una adecuada estructura organizativa y procedimental, directivos y personal capacitado e independiente, así como en imponer obligaciones de transparencia y responsabilidad reforzadas. Por último, la regulación está introduciendo una supervisión estricta y centralizada.

### **19.1 Funciones y servicios de las agencias de calificación de crédito**

Al referirnos a Agencias de rating, o de calificación de riesgos (ACC), lo hacemos a empresas cuya función es elaborar opiniones independientes, objetivas y estandarizadas sobre emisiones o titulaciones de valores o instrumentos financieros, a través de las que establecen la probabilidad estadística de que el emisor cumpla sus obligaciones derivadas de los valores o títulos. El objeto principal de la calificación son los valores de renta fija, de deuda, pero también se emiten en relación con valores de renta variable y sus emisores (Tapia, 2010).

Las ACC proporcionan dos tipos de servicios:

- La evaluación independiente de la capacidad de los emisores para cumplir con sus obligaciones de deuda, proporcionando servicios de "información". Sirve para reducir los costos de información, aumentar el número de prestatarios potenciales, y promover la liquidez de los mercados.
- "Servicios de vigilancia" que influyen en que los emisores adopten medidas correctivas para evitar disminuciones en el valor de sus carteras

Los inversores, los consumidores, los prestatarios, los emisores y las administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias de las Agencias de calificación elementos para adoptar decisiones. Por lo tanto estas entidades influyen de forma sustancial en el funcionamiento de los mercados (Newman, 97).

## **19.2 Gobernanza y regulación**

La gobernanza de las organizaciones, incluidas las ACC, constituye el resultado de la distribución de poder en su interior, y de las influencias, recomendaciones o imposiciones externas a las que se ven sometidas. Es un concepto dinámico o evolutivo cuyos componentes han sido objeto de estudio en el ámbito del Derecho de Sociedades, de la Empresa, de la Organización de Empresas, entre otros, agrupándose en las últimas décadas bajo la terminología de "Gobierno Corporativo" o "Corporate Governance".

El análisis del Gobierno Corporativo se centra en la estructura de poder de las organizaciones (gobernanza interna, o gobierno corporativo en sentido estricto); y en la supervisión, control e influencias externas que confluyen sobre las organizaciones (gobernanza externa o concepción amplia del gobierno corporativo). Indirectamente, alcanza a otras cuestiones como la transparencia, el interés social o la forma de presentar la información financiera y no financiera ante los potenciales inversores (Pérez Carrillo, 2005). El Gobierno Corporativo responde a la necesidad de aportar soluciones a la separación entre propiedad y poder en el seno de las sociedades mercantiles, tanto por lo que se refiere al distinto papel que ocupan los accionistas y los administradores, como al diverso potencial de poder de mayoritarios, minoritarios y grupos, y a la estructura corporativa adoptada para alcanzar los fines de la empresa; así como a los mecanismos de control sobre estos elementos. Adicionalmente, en los primeros años del siglo XXI se perfila a la luz de las relaciones de la organización con los múltiples interesados en la actividad societaria y sólo puede entenderse en el contexto de la globalización de los mercados, de graves escándalos financieros y de la crisis (Pérez Carrillo, 2009).

### **19.2.1 Antecedentes y evolución**

Los precursores de las actuales ACC eran empresas mercantiles sectoriales que en muchos casos contaban con datos sobre proveedores, clientes, etc., de su sector y los ofrecían a otros mercaderes, y cuyos análisis fueron alcanzando prestigio. Al avanzar el siglo XIX, se evidenció la importancia de contar con intermediarios especializados en la obtención de informaciones sobre crédito de los agentes en el mercado.

En este contexto, ya en 1890 la editora Poors publicó el *Manual Poor's* de análisis de bonos e inversiones, siendo seguida en los primeros años del siglo XX por varias empresas americanas que clasificaban deuda, principalmente la emitida por las compañías de ferrocarril, a los efectos de orientar las inversiones y facilitar la adopción de decisiones por parte de los inversores. Los cálculos que sustentaban sus tareas y las evaluaciones ofrecidas eran complejos.

John Moody, analista de bolsa, en los primeros años del siglo XX defendió aplicar una metodología simple prediciendo que la estandarización, y la profesionalización de la calificación. Sustituyó los datos con un mero signo, y pese a que muchos de sus coetáneos se opusieran, tuvo un gran éxito. En 1909 publicó su primer sistema de evaluación de bonos en un libro titulado *Analysis of Railroad Investments*, y en 1914 constituyó *Moody's Investors Service* que en 1922 contaba ya con un departamento de evaluación de crédito (Macdonald Wakeman, 1989). Rápidamente, otras tomaron posiciones en el sector: *Poor's Publishing Company*, que comenzó a evaluar acciones y obligaciones en 1916, *Standard Statistics Company, Inc.* en 1922 y *Fitch Publishing Company* en 1924. Se presentaban como intermediarios que facilitaban información, al amparo de la libertad constitucional, y sus estimaciones comenzaron a tener relevancia. Sus evaluaciones unían información –valiosa por sí misma–, con criterios expertos de análisis que añadían valor a su actividad (Cantor, Packer, 1994).

Carecían de una estructura interna uniforme, o de un régimen normativo específico. Sin embargo, los rasgos generales del actual sistema de ratings estaban establecidos ya en 1929. La deuda se dividía en categorías basadas en la calidad del crédito del instrumento financiero evaluado. Las máximas puntuaciones se denominaban (en función de cual fuese la agencia calificadora) con la letra A o con el número 1, y las letras B, C, 2 o 3 se reservaban para calificaciones intermedias o inferiores. Ya entonces era posible relacionar los símbolos con cada ACC. Muchos emisores de deuda se oponían a estas evaluaciones, y consideraban la actividad de las nuevas ACC como una intrusión, pero ya en los primeros años del siglo XX el prestigio de los evaluadores creció y los Tribunales comenzaron a reconocerlo explícitamente, por ejemplo a la hora de analizar si determinadas decisiones relativas a la adquisición de activos y deuda había sido justificada (diligente) o negligente<sup>116</sup> (Gilpin, 1999).. Así, por la vía de los hechos los emisores no tuvieron otra alternativa que colaborar con estos nuevos intermediarios, facilitándoles información, incluso la no publicada. La crisis de 1929 conllevó la degradación en la evaluación de rating de empresas e instituciones públicas. Aquel crack no había sido previsto por las ACC, pese a lo cual sus rating mantuvieron el prestigio (Partnoy, 1999; Gilpin, 1999), manteniendo una tendencia que permanece en nuestros días. En 1973, a raíz de la quiebra de la estadounidense Penn Central, los inversores comenzaron a demandar de las ACC información más completa y sofisticada; y se introdujeron los primeros controles en un sector que había crecido prácticamente al margen de la regulación. Aún con este nuevo panorama de menor libertad operativa (incipiente regulación), desde mediados de los años 70 hasta la actualidad, las ACC crecieron en tamaño y en ámbito de actividad. Este tipo de entidad, durante décadas disfrutó de un amplísimo margen de cuasi impunidad en relación con sus tareas (Ferran, Cae y Goodhart, 2001).

---

<sup>116</sup> Los Tribunales estadounidenses se apoyaron en los rating como referencia del comportamiento de los directivos de fondos y trust de inversión. Por ejemplo en *re Bartol*, donde se ponía en tela de juicio la actuación de un fiduciario en la adquisición de deuda de una empresa eléctrica, el juez se basó en el manual de *Poor's Manual* de 1890, que había sido consultado por el fiduciario, entendiéndolo que esa consulta evidenciaba su diligencia. En *re Detre's Estate*, el rating de Moody's sirvió para valorar la adquisición por otro fiduciario de ciertos bonos, calificados como A.

- Desde mitad de los años 70 las calificaciones se han incorporado en abundantes reglas, reglamentos y normativa, en el sentido de que se hace descansar la valoración de productos y servicios en los ratings emitidos. Este fenómeno se conoce como “dependencia regulatoria”
- En torno a la misma época, se produce un cambio muy relevante en relación con cómo estas organizaciones generan ingresos. Si originalmente los rating eran encargados y pagados por los inversores, a partir de estos años, son los emisores quienes abonan los honorarios. Esta situación da lugar a un conflicto de interés inherente a la propia actividad de calificación, tal y como la conocemos en la actualidad.
- Hasta mediados de los años 80, las ACC limitaban sus rating a grandes empresas de EEUU y unos 15 Estados soberanos principalmente del mundo desarrollado; una década después la mitad de la deuda soberana analizada era emitida por países emergentes. Es decir, la influencia económica de estas organizaciones creció considerablemente, y se globalizó.

Con la crisis de las “.com” o empresas tecnológicas cuyas expectativas de crecimiento en las bolsas de valores a las que acceden a finales del s XX fue seguida de quiebras, en el año 2002 se refuerza la regulación de las ACC confiriéndose poderes de supervisión a la SEC (en EEUU). Poco después, escándalos como ENRON ponen de manifiesto la ineffectividad de los controles, como así fue puesto de manifiesto, entre otros por la Comisión de Investigación del Senado de EEUU (US Commettee , -oversight of Enron, 2002). En 2004 la International Organisation for Securities Commission- IOSCO publica un Código Voluntario Internacional para dotar de reglas de comportamiento interno homogéneo (buen gobierno) a las ACC, que ha tenido enorme influencia sobre los legisladores de todo el mundo. En 2010 se vuelve a modificar la normativa aplicable en EEUU (Dodds-Frank Act) después de que en 2009 la Unión europea hubiese aprobado su primera normativa general sobre este tipo de organizaciones (Reglamento 1060/2009). En estas legislaciones del siglo XXI, y en sus reformas aún en curso, se han inducido disposiciones sobre Gobierno Corporativo interno y externo –obligatorio- de las ACC.

### 19.2.2 Recomendaciones en el orden internacional

En un plano internacional global, en septiembre de 2003, la International Organisation for Securities Commission- IOSCO- publicó una declaración que contenía unos “Principios sobre la actividad de las agencias de rating”<sup>117</sup>.

<sup>117</sup> En septiembre de 2003, IOSCO publicó una declaración que contenía unos “Principios sobre la actividad de las agencias de rating” dirigidos a las ACC, a los supervisores y a los mercados, para mejorar la protección de los inversores, incentivar la eficiencia y transparencia de los mercados de valores y reducir el riesgo sistémico. Se articulan en cuatro grandes objetivos que, a su vez, se desglosan en subprincipios más concretos. Estos principios todavía mantienen su actualidad y han sido la base del Código de IOSCO que es ahora la referencia global fundamental. El primero se centra en la calidad e integridad de los ratings, y establece que las ACC deben emitir opiniones que ayuden a reducir las asimetrías de información. El segundo principio, sobre independencia y conflictos de interés, El tercer principio establece que las agencias deben considerar la publicidad y la transparencia como un objetivo fundamental de sus actividades. El cuarto principio se centra en el tema de la información confidencial que manejan las agencias, señalando que las ACC deben mantener confidencial toda la información no pública.

Estos principios todavía mantienen su actualidad y han sido la base del Código de IOSCO de 2004 que, pese a su carácter voluntario, es ahora la referencia global fundamental de la normativa vigente en EEUU que ya hemos mencionado, y de la Europea que resumimos más adelante. El Código de IOSCO incluye medidas específicas sobre los principios anteriores y su implementación en la práctica. Es de aplicación voluntaria, basada en el principio de “cumplir o explicar”, y su objetivo fue establecer un marco de buenas prácticas que clarificase el papel de las ACC ante los emisores e inversores; y que promoviese la calidad e integridad del proceso de calificación. El Código de IOSCO se organiza en tres secciones que desarrollan los principios proponiendo medidas concretas:

- La primera sección detalla aspectos relativos a la calidad e integridad de los ratings,
- La segunda trata sobre la independencia y los conflictos de interés y
- La tercera engloba, bajo el título de la responsabilidad de las agencias frente a los inversores y los emisores, medidas que concretan los principios de publicidad y transparencia y de información confidencial.

Además, introduce una recomendación para que las ACC elaboren un código interno que respete las medidas del Código de IOSCO y que expliquen, en su caso, las posibles desviaciones, como buena práctica en el mercado.

En mayo de 2008, IOSCO publicó una revisión del Código para incorporar algunas recomendaciones adicionales para los ratings de los productos estructurados. A raíz de la crisis financiera, los ministros de economía y los gobernadores de los Bancos Centrales del G-7 pidieron al Foro de Estabilidad Financiera para que analizara la evolución del sector e hiciera propuestas. Esta petición se concretó en la publicación en abril de 2008 de un detallado informe del informe del Foro de Estabilidad Financiera cuyas principales recomendaciones se han visto recogidas en las declaraciones posteriores de los gobiernos de las principales economías mundiales reunidos en el G-20. La declaración final de la cumbre del G-20 que tuvo lugar en Washington en noviembre de 2008, incluyó un claro compromiso de ejercer una fuerte supervisión de las agencias de rating basada en el Código de IOSCO como medio para restaurar la confianza en los mercados y contribuir a la reactivación de la economía mundial. En abril de 2009, esta declaración de voluntades se concretó en mandatos del G-20 mucho más específicos para establecer un sistema de registro y supervisión de las ACC. Este control, que debía basarse en los principios recogidos en el Código de IOSCO tenía que consistir en las distintas jurisdicciones y los supervisores debían mejorar su intercambio de intercambiar información. El G-20 acordó asimismo recomendaciones concretas:

- Que las ACC diferenciara los ratings de productos estructurados,
- Que proporcionaran información detallada sobre las hipótesis y datos utilizados en la Determinación de la calificación y
- Que proporcionasen, información sobre el comportamiento histórico de sus ratings.

El mandato del G-20 ha generado varias iniciativas en los países miembros que están revisando la situación jurídica de las ACC (Australia, Brasil, Canadá, Japón, Rusia y Sudáfrica). Asimismo, ha influido en las recientes reformas legislativas de en Estados Unidos y de Europa.

### 19.2.3 Positivización en Estados Unidos

En EEUU, en 1973 la adopción por parte de la SEC de la llamada Regla 15c3-1 supuso un punto de inflexión no sólo en la actividad de las ACC, sino también en su desarrollo pues viene a imponer la “marca” del rating como requisito de fiabilidad en las inversiones. Esta Regla incorpora los ratings emitidos por las que denominada Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations (NRSROs) como fundamento de fiabilidad. Desde 1973 en EEUU existe normativa en el marco de la Securities Act de 1933, la Securities Exchange Act de 1934, la Investment Company Act de 1940 modificadas, y otras leyes del sector financiero que atribuyen consecuencias a los ratings de las NRSRO <sup>118</sup>Más que suponer un control, refuerzan el recurso a los rating por parte de los emisores de deuda y también por parte de los inversores. En la práctica, han multiplicado el poder de estas entidades (dependencia regulatoria).

El ordenamiento jurídico estadounidense básico actual, en relación con las ACC fue establecido en virtud de la Credit Rating Agency Reform Act de 2006, aunque tiene su origen en los debates de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 que, superando el sistema de registro de las NRSRO introduce un sistema de reconocimiento. Cualquier ACC que cumpla con los requisitos legales (tres años de actividad e información a la SEC sobre determinados aspectos de su actividad) puede emitir calificaciones crediticias válidas para los fines dispuestos en la regulación financiera. El mecanismo del reconocimiento refuerza la posición de control de las grandes agencias cuyas calificaciones son ahora una referencia prácticamente incuestionable sobre la solvencia de los emisores de deuda.

Aunque también reconoció a la SEC poderes de supervisión, éstos no han sido ejercidos habitualmente. La Credit Rating Agency Reform Act y su desarrollo por la SEC introdujo ciertas imposiciones de gobernanza interna de las ACC, pero estos debían cumplirse (o no) dentro de los márgenes de su propia autorregulación que era plenamente reconocida <sup>119</sup>. A pesar de la mantenida dependencia regulatoria, y de que se sigue reconociendo que están protegidos por el derecho constitucional a la libertad de expresión, los Tribunales estadounidenses comenzaban a verter dudas sobre los excesos de creer “más allá de lo razonable en la fiabilidad de los rating”<sup>120</sup>El ‘Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act’ de 2010 dedica las secciones 931 y siguientes a estas ACC, su régimen regulatorio, transparencia y conflictos de intereses.

<sup>118</sup> La terminología NRSRO se define y emplea en muchas normas del sector bancario, por ejemplo 12 U.S.C. § 1831e (1996) (actividades de las asociaciones de ahorro); 12 U.S.C. § 4519 (1996) (autoridad para clasificar las empresas en función de la organización que califique su deuda); 15 U.S.C. § 78c (41) (1996) (definición del término "hipoteca vinculada a valores mobiliarios"). Las Federal Reserve Board Regulations (entre otras) también confían un papel relevante a los análisis de las NRSRO (12 C.F.R. § 704.2, 704 App. A (1992))

<sup>119</sup> Credit Rating Agency Reform Act of 2006, U.S.C., s.3850 (2006) [CRA Reform Act]. U.S., Securities and Exchange Commission, Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Final Rule (2007) 72 Federal Register 116 [Oversight of NRSROs – Final Rule]. Sobre la supervisión por parte de la SEC ver rules 17g-3 to 17g-6.

<sup>120</sup> Jefferson County School District v. Moody’s, 175 F. (3d) 848 (10th Cir. 1999), Milkovich v. Lorain Journal, 497 U.S. 1 (1990). Quinn v. McGraw-Hill, 168 F. (3d) 331 (7th Cir.1999) Es curioso notar, en este último asunto como el Tribunal, reconociendo que la adquisición de valores se había hecho siguiendo una calificación crediticia (A y degradada CCC) que resultó ser poco precisa, añadió que tal confianza en los ratings superaba lo razonable; y ello a pesar de que la normativa precisamente confiere un “sello de credibilidad” a estas calificaciones.



Varios epígrafes de su Sección 932 imponen obligaciones concretas de gobernanza interna y su Sección 938 alude a la necesidad de simplificar los símbolos de representación.

#### 19.2.4 Normativa de la Unión Europea

En Europa hasta recientemente las ACC solo estaban sujetas al Derecho comunitario a través de Directivas de armonización de mercados y agentes financieros, que les afectaban colateralmente, en particular las Directivas 2003/6/CE; 2006/48/CE (que estableció un mecanismo de reconocimiento de ACC en Europa), y 2006/49/CE<sup>121</sup>. Por recomendación del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CERV), se optó por un modelo de autorregulación<sup>122</sup>. Con la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (Basilea II), se introdujeron reglas para que sus calificaciones fueran válidas, si se elaboraban de acuerdo con el método estándar y las ACC que las cumplían esos procesos eran registradas por las autoridades supervisoras de los Estados miembros adquiriendo la condición de External Credit Assessment Institutions (ECAI).

El Parlamento Europeo publicó en febrero de 2004 una Resolución con su postura acerca del papel de las agencias de rating en el mercado financiero. Hacía hincapié en una serie de cuestiones problemáticas y planteaba la conveniencia de incluir un sistema de registro de las agencias en Europa. La Comisión, en una Comunicación sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Comisión Europea, 2006) pedía al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), creado mediante Decisión 2009/77/CE (Comisión Europea, 2009), que supervisara el cumplimiento del Código IOSCO y le informara anualmente al respecto, añadiendo su intención de no proponer legislación imperativa para las ACC.

Con el advenimiento de la crisis, en julio de 2008 la Comisión Europea cambió de estrategia. Publicó un documento de consulta con ideas iniciales acerca de la necesidad de introducir regulación para las agencias en Europa y en noviembre de 2008 planteó formalmente una propuesta formal de Reglamento europeo. Tras las negociaciones en el Consejo y en el Parlamento Europeo, el Reglamento se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el 17 de noviembre de 2009. Este Reglamento 1060/2010 entró en vigor el 7 de diciembre de 2009 que fue reformado con el Reglamento 513/2011 el cual refuerza la supervisión sobre las ACC y la trasfiere a un órgano europeo Central, la Autoridad Europea de Valores y Mercados. En la actualidad, se están debatiendo sendas propuestas de reforma de 15.10.2011 (Comisión Europea, 2011:1; 2)

---

<sup>121</sup> Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado(4) DO L 96 de 12.4.2003, p. 16.; la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito DO L 177 de 30.6.2006, p. 201; y la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio DO L 177 de 30.6.2006, p. 1.

<sup>122</sup> El CERV estableció un marco voluntario, al que se incorporaron las principales agencias globales con actividad en Europa (Moody's, Standard & Poors, DBRS y Fitch Ratings), por el que éstas le informaban anualmente de su grado de cumplimiento del Código de IOSCO explicando, en su caso, los motivos de las desviaciones. El CERV publicó sus informes en enero de 2007 y en mayo de 2008 incluyendo un exhaustivo análisis del grado de cumplimiento de las distintas medidas y centrándose fundamentalmente en las desviaciones detectadas. Además, en respuesta a la petición de la Comisión Europea motivada por las dudas acerca de adecuada actuación de las agencias en el área de los productos estructurados, el CERV incluyó en su informe de 2008 una propuesta sobre cómo avanzar en la supervisión de las ACC.



En España, la Ley 15/2011, de 16 de junio modifica determinadas reglas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 adapta la normativa interna, ajustándose al Reglamento de 2009, estando aún pendiente su modificación al de 2011

### **19.3 Funcionamiento de las ACC**

Al definir sus reglamentos internos en materia de gobernanza empresarial, las ACC o los grupos de calificación crediticia deben tener presente la necesidad de garantizar la emisión de calificaciones independientes, objetivas y de calidad adecuada. Las medidas de gobierno corporativo, ya sean voluntarias u obligadas, son importantes para lograr tales objetivos.

En EEUU el Dodds – Frank Act y en Europa el Reglamento (CE) 1060/1999 establecen que las ACC deben incorporar en su funcionamiento, instrumentos de buena gobernanza empresarial que garanticen la emisión de calificaciones independientes, objetivas y de calidad adecuada.

#### **19.3.1 Consejo de administración y consejeros independientes**

El Frank Dodd Act de 2010 establece en su sección 932 -3 que las ACC deben establecer, mantener, implementar y documentar estructuras de gobernanza interna efectivas para cumplir sus funciones, concretando en la sección “t” de la misma sección que deben contar con un Consejo de Administración. Las ACC registradas en EEUU deben notificar su estructura a la sección competente de la SEC, junto con datos sobre directivos y altos ejecutivos y una valoración de su eficacia, en una declaración firmada por el Consejero Delegado de la ACC.

En Europa, el órgano de administración de las ACC debe ser igualmente Colegiado, y goza del poder de decisión estatutario y, es responsable colectiva y solidariamente del cumplimiento de sus funciones (sin perjuicio de la existencia de una función de control que recae específicamente sobre algunos consejeros, como veremos). El Reglamento 1060/2009 incorpora como requisito obligatorio que como mínimo un tercio de los miembros del Consejo de Administración o de Supervisión (una ratio algo inferior a la de EEUU) , pero al menos de dos de dichos miembros sean independientes. La presencia de representantes independientes en el consejo, se considera como una forma de proteger los intereses de los accionistas y otras partes interesadas.

En cuanto a la definición de esta circunstancia (independencia) el Dodd Frank Act establece algunos requisitos entre los que destacamos que no puede prestar servicios o recibir pagos de otra ACC, o que están sometidos a un deber de abstención en aquellas cuestiones que se les pueda presentar y en relación con las cuales tenga algún interés personal. En Europa, el Reglamento 1060/2009 remite para esta determinación a la sección III, punto 13, de la Recomendación 2005/162/CE de la Comisión (Comisión Europea, 2005). En virtud de ello, y con carácter obligatorio, los administradores independientes de las ACC serán aquellos que no estén vinculados por relación comercial, familiar o de otro tipo ni con la propia ACC, ni con su accionista mayoritario o otros de sus directivos.

La tradicional función de control que se otorga a los consejeros independientes se ve reforzada por la exigencia en Europa de asignarles una función de cumplimiento (compliance function): son responsables de verificar el cumplimiento de las reglas y de los procedimientos internos de la ACC a la que sirven. En EEUU, la competencia de supervisión recae sobre todo el Consejo de Administración, si bien, es el Consejero delegado el encargado de firmar las declaraciones y notificaciones a la Oficina competente de supervisar las ACC, dentro de la SEC, por lo que se entiende que es directamente responsable de los contenidos remitidos.

### **19.3.2 Capacitación técnica y vigilancia interna**

El Reglamento 1060/2009 establece que una la mayoría de los altos directivos, incluidos todos los miembros independientes, posean suficientes conocimientos técnicos en los ámbitos apropiados relacionados con los servicios financieros.

En el caso concreto de que la ACC realice calificaciones de productos estructurados, se requiere que al menos dos Consejeros, incluyendo uno de los independientes, tenga conocimiento profundo en el mercado de instrumentos estructurados.

Debe establecerse un responsable de “cumplimiento” (un consejero independiente en Europa, y el Consejero Delegado en EEUU) dentro de la estructura de la ACC, y esta informará periódicamente sobre la ejecución de los deberes de los altos directivos y a los miembros independientes del Consejo de Administración o Supervisión. Además, las ACC deben asignar a las tareas de calificación crediticia un número suficiente de empleados dotados de conocimientos y experiencia adecuados, asegurando además que la actividad de emisión de calificaciones y el seguimiento y actualización de las mismas cuente con recursos humanos y financieros suficientes.

### **19.3.3 Conflictos de intereses de empleados y responsables del rating**

Es sabido que los conflictos de intereses constituyen uno de los riesgos más importantes que pesan sobre los administradores y consejeros societarios, así como sobre los empleados que ocupan puestos clave en la estructura de poder interno.

Estos conflictos pueden surgir por causas muy diversas, entre las que suele destacarse la contratación con partes vinculadas, la política de remuneraciones, el aprovechamiento de oportunidades de negocio de la empresa para favorecer el interés personal o de personas cercanas, y otras deslealtades. La normativa europea sobre ACC establece reglas muy estrictas sobre la posesión o negociación de valores de entidades calificadas.

Por un lado, prohíbe a los analistas participar en los ratings cuando hayan tenido cualquier relación (laboral o empresarial) reciente con la entidad calificada. También establece controles para situaciones en las que las retribuciones se ligan a los ratings concretos que emiten, sobre la aceptación de regalos o sobre las situaciones en las que se prevean expectativas de establecer relaciones laborales personales con las empresas calificadas.

Las ACC deben adoptar políticas y procedimientos internos apropiados en relación con los empleados y otras personas que intervengan en el proceso de calificación, a fin de descubrir, eliminar o gestionar y comunicar los conflictos de intereses y velar, en todo momento.

Por la calidad, solidez y rigor del proceso de calificación y de revisión crediticias, y deben incluir mecanismos de control interno y una función de revisión del cumplimiento que recaerá en Consejeros independientes y a la que ya nos hemos referido.

En el plano retributivo, el Reglamento 1060/2009 establece que la retribución de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión no puede supeditarse a los resultados de la ACC.

En un sentido similar el Dodd-Frank Act de EEUU establece en su Secc 932 que ni los independientes ni el Consejero delegado (sobre el que recae la principal función de control) no puede ser retribuido conforme o por relación a los resultados de la ACC ; y prescribiendo que sus remuneraciones deben estructurarse explícitamente de modo tal, que se favorezca su independencia.

Para evitar conflictos de intereses, el Reglamento 1060/2009 introduce una serie de medidas novedosas respecto al Código de IOSCO otras legislaciones como:

- La obligación de establecer un sistema de rotación para el lead analyst, los analistas y los miembros del comité de calificación (rating committee) de cuatro, cinco y siete años, respectivamente.
- El periodo de seis meses (cool-off period) desde que el analista realizó la calificación durante no podrá asumir funciones directivas en la entidad calificada.

#### **19.3.4 Requisitos simplificados para determinadas ACC**

La regulación europea toma en consideración que existen algunas ACC de reducidas dimensiones que quedarían excluidas del mercado. Con ello se contribuiría a reducir el escaso número de entidades que operan en el sector, lo que tendría efectos negativos sobre la competencia.

Es por ello que las ACC con menos de 50 empleados pueden acogerse a un régimen simplificado, que debe ser objeto de desarrollo. En principio, de conformidad con el Reglamento 1060/2009, los Estados pueden eximirlos de contar con dos miembros independientes en su Consejo de Administración, así como de la función de cumplimiento , y del mecanismo de rotación en lo relativo a los analistas de crédito.

La norma de referencia en EEUU, el Dodd-Frank Act también recoge una excepción similar, en su sec 932, in fine, bajo el epígrafe “exception authority”. A efectos de acogerse al régimen especial, las autoridades competentes deben examinar, el tamaño de cada ACC que lo solicite, y en particular verificar que, pese a una apariencia de tener reducidas dimensiones, en realidad forma parte de un conglomerado.

Además estas excepciones no deben producir fragmentaciones en el mercado interior (en Europa). Pese a las buenas intenciones de los legisladores, dado que la mayoría de las calificaciones se orientan a un mercado globalizado, la capacidad de entidades pequeñas para entrar y desarrollar su actividad, parece reducida.

#### **19.4 Supervisión y control**

La regulación europea dio un paso definitivo que incluye a las agencias de rating dentro del ámbito de supervisión al de las autoridades competentes.

El Reglamento de 2009 atribuía la competencia de supervisión a las autoridades competentes del Estado donde la ACC tenía su domicilio social, estableciendo además unos colegios supervisores, sobre los que se establecía unas reglas amplias de composición: formarían parte de ellos todas las autoridades de los países europeos donde la ACC tenga una filial, así como cualquier otra autoridad que considere que los ratings de esa entidad pueden llegar a tener, un impacto significativo en su mercado<sup>123</sup>

Con el Reglamento 513/2011 las funciones de control y supervisión Desde julio de 2011, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) ejerce facultades exclusivas de supervisión sobre las ACC registradas en la UE y goza de amplias facultades de investigación, incluyendo la posibilidad de exigirles cualquier documento o dato, citar e interrogar a las personas, para llevar a cabo inspecciones sobre el terreno y para imponer sanciones administrativas, multas y multas coercitivas.

Para determinar la cuantía de la multa correspondiente a una infracción específica, la AEVM sigue un método en dos fases consistente en la determinación de una cuantía de base para la multa que se determina teniendo en cuenta el volumen de negocios anual de la ACC.

En la segunda fase se introducen adaptaciones mediante la aplicación de los coeficientes correspondientes de conformidad con el Reglamento 513/2011.

Las decisiones de la AEVM de imposición de multas y multas coercitivas tienen carácter ejecutivo y su ejecución se rige por las reglas de procedimiento vigentes en el Estado en cuyo territorio se lleve a cabo. Las reglas de procedimiento civil y administrativo.

##### **19.4.1 Reforzadas exigencias de transparencia**

Según el Reglamento Europeo de 2009, las ACC deben hacer pública la información sobre los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus tareas de calificación crediticia, con un nivel de detalle tal que permita a los usuarios de las calificaciones obtener información adecuada para actuar con la debida diligencia al valorar si confían o no en dichas calificaciones crediticias.

---

<sup>123</sup> La función de los colegios sería debatir y coordinar los temas fundamentales en relación con las ACC, preparando las decisiones finales de las Autoridades supervisoras.

El límite a la transparencia se ubica en la información comercial reservada, que no puede revelarse. Además, las ACC deben garantizar que los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, utilizados para determinar las calificaciones crediticias sean actualizados y revisados en profundidad periódicamente, que se hagan públicos y que se acompañen de descripciones que faciliten su comprensión.

#### **19.4.2 Control sobre los conflictos de intereses inherentes al modelo de negocio de las ACC**

El principal conflicto de interés al que se enfrentan las ACC deriva del modelo de negocio predominante en el sector.

El modelo de “pago por el emisor”, que sustituyó al modelo existente hasta los años setenta de “pago por los inversores”, implica que las ACC rozan un estado permanente de conflicto de interés. Su interés por emitir ratings que reflejen con la mayor exactitud posible la calidad crediticia del emisor, se ve contrapuesto a su interés por satisfacer al emisor de quien recibe sus ingresos.

Esta relación económica con el emisor (u originador), y consecuentemente el conflicto, se acentúa en el caso de que la ACC ofrezca adicionalmente servicios de consultoría o asesoramiento (por ejemplo, con recomendaciones concretas acerca de cómo estructurar las operaciones de financiación estructurada), que en ocasiones pueden suponer una parte sustancial de sus ingresos.

Otro riesgo es el rating shopping. Los emisores u originadores al plantear una nueva operación de financiación estructurada, solicitan una calificación orientativa (no formal) de diversas agencias y, finalmente, contratan a aquella agencia que les ofrezca la calificación más elevada.

Las ACC, conscientes de esta práctica, pueden verse incentivadas a ofrecer ratings más altos de los que hubieran emitido en otras circunstancias. Según el Reglamento Europeo de 2009, a fin de evitar estos conflictos, las agencias de calificación crediticia deben centrar su actividad profesional en la emisión de calificaciones crediticias, y no pueden prestar servicios de consultoría o asesoramiento.

Tampoco deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de instrumentos de financiación estructurada. Sin embargo, si que están habilitadas para prestar servicios auxiliares que no generen conflictos de intereses con la emisión de calificaciones crediticias.

En los supuestos en los que, pese a haberse observado las medidas de prudencia aludidas, surjan conflictos, las ACC deben gestionarlos adecuadamente cuando resulten ineludibles: informar sobre ellos, conservar constancia documental de todos los riesgos significativos que pesen sobre su independencia y la de los empleados y otras personas que intervengan en el proceso de calificación crediticia, así como de las medidas de protección aplicadas para mitigar esos riesgos.

## 19.5 Conclusiones

El papel de calificación de crédito es importante en la sociedad actual. Los inversores individualmente suelen carecer de conocimientos técnicos suficientes, y de forma colectiva los costes de coordinación serían extremadamente elevados. Con todo, las ACC a lo largo de su historia tenido graves errores estrechamente relacionados con las crisis más profundas de los últimos 100 años.

Los errores sustanciales en la actividad de las ACC tienen un efecto muy negativo en el ahorro de los inversores que han canalizado sus ahorros en productos con calificaciones inicialmente altas.

En sentido inverso, sus calificaciones basadas exclusivamente en datos económicos pueden estar obviando cuestiones como la de la sostenibilidad de la inversión a largo plazo, que no sólo es relevante para el emisor de la deuda, sino también para el inversor.

Se presentan importantes retos para las ACC, cuyo mercado se encuentra en un proceso acelerado de maduración y organización, y poco a poco se van creando agendas en cada país. En el caso español Analistas Internacionales en Sostenibilidad, AIS, ha sido la última en aparecer.

Por otro lado, si los primeros universos cubiertos eran los de grandes empresas europeas y norteamericanas, ahora se extiende la cobertura a la deuda soberana, productos estructurados y desarrollan las metodologías para adaptarlas a Pymes por una parte, y a gobiernos por otra.

La dependencia normativa, y la dependencia del emisor respecto de las calificaciones debería corregirse y completarse con un régimen estricto de regulación de procesos, funcionamiento y métodos de adopción de decisiones; así como de responsabilidad.

La regulación de cuestiones de gobierno corporativo de estas entidades es muy reciente. Las reformas europeas y estadounidenses de los últimos 5 años avanzan en paralelo, sin embargo, su grado de efectividad aún no se ha hecho evidente.

Algunas reglas como la exigencia de capacitación técnica y rotación que se ha ido introduciendo normativamente, resultan excesivamente vagas.

Parece que están siendo interpretada en un sentido puramente económico, pero, la valoración de una inversión tiene perspectivas geográficas, ambientales o sociales que en último término repercuten también sobre la posibilidad de retorno de las inversiones.

Por el contrario, análisis exclusivamente económicos desconocen factores demográficos, sociales, ambientales, etc. relevantes en el cálculo del riesgo. Sería positivo preciso que estas ACC incluyesen entre sus cuadros y analistas, expertos que incorporen conocimientos extra económicos.

La supervisión de las ACC se ha reforzado en fechas muy recientes, tanto en EEUU como en Europa. Siendo positivo que las autoridades públicas controlen una actividad con tanta influencia en la marcha de las economías públicas y privadas, los fracasos conocidos en otros agentes del mercado como bancos y cajas de ahorros hacen recomendable que el tipo de supervisión y control recientemente impuesto a las ACC se aleje de riesgos como el de la excesiva cercanía entre supervisor y supervisado, y, a mi juicio, que estuviese completado por una mayor especialización (que permita tener en cuenta factores extra económicos en la calificación) y un régimen de responsabilidad civil y penal gravoso.

## Referencias

Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>)

Comisión Europea (2011:1), Propuesta de Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias (COM(2011) 746 final). 15.11.2011

Comisión Europea (2011:2) Propuesta de un Reglamento de Reforma del Reglamento 1060/2011 (COM(2011) 747 final); 15.11.2011

Comisión Europea (2009) Decisión 2009/77/CE de la Comisión (DO L 25 de 29.1.2009)

Comisión Europea (2006) Comunicación sobre las Agencias de Calificación Crediticia (DO C 59 de 11.3.2006, p. 2.)

Comisión Europea (2005) Recomendación 2005/162/CE de la Comisión, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa.

Gilpin, K (1999) "Justice Dept. Inquiry on Moody's is Over, With No Charges Filed" New York Times, (13 March, 1999

IOSCO.- Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.)

Tapia Hermida, A., (2010) Las Agencias de calificación crediticia, Agencias de rating, Cizur Menor  
NEWMAN JW (1997) Dun & Bradstreet: For the Promotion and Protection of Trade, en Reputation: studies in the voluntary elicitation of good conduct ( Klein, D. ed.,).

Cantor, R., Packer, F., (1994) The Credit Rating Industry, Federal Reserve Board n.y. q. Rev., Summer-Fall



Macdonald Wakeman, L (1984) The Real Function of Bond Rating Agencies, *The Modern Theory Of Corporate Finance* (Michael C. Jensen & Clifford W. Smith, Jr. eds.).

Partnoy F The Siskel and Ebertof financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, num 3 1999, pp 619- 714

Pérez Carrillo, E F (2005), *Gobierno Corporativo en la Unión Europea. Evolución conceptual y de método*, *Revista de Derecho Mercantil*, 257, 2005, julio-septiembre, pp1037-1078.

Pérez Carrillo, EF (2009), *Introducción Gobierno Corporativo y Responsabilidad social de las Empresas*, (Pérez Carrillo, Ed) Marcial Pons 2009

SEC (2009) Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations 17 CFR Parts 240 and 249b [Release No. 34-59342; File No. S7-13-08

U.S., Senate Committee on Governmental Affairs, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs: Report of the Staff to the Committee on Governmental Affairs* (8 October 2002) at 98 [Oversight of Enron].