

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: EVOLUCIÓN Y CUESTIONES DE POLÍTICA

ARTÍCULOS

Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política

Las agencias de calificación crediticia cumplen un papel de vital importancia en los mercados bancarios y de valores mundiales, por lo que resulta esencial que proporcionen de forma sistemática calificaciones independientes, objetivas y de la mayor calidad posible. Tras las críticas expresadas acerca de la función que han desempeñado en la creación de las condiciones que condujeron al desarrollo de la crisis financiera, las evaluaciones realizadas por diversos organismos internacionales y nacionales han dado lugar a un debate sobre la necesidad de reforzar el marco regulador de las agencias de calificación crediticia. En este artículo se analizan los principales aspectos del debate y se describen los hechos más importantes acaecidos en relación con el tratamiento regulador de las agencias de calificación crediticia.

I INTRODUCCIÓN

Las calificaciones crediticias que emiten las agencias de calificación tratan de medir la calidad crediticia relativa de las empresas y de los instrumentos de deuda. Se entiende por calidad crediticia la capacidad de atender las obligaciones de pago. La razón que justifica el empleo de calificaciones es conseguir economías de escala en términos de la recopilación y el análisis de la información, así como resolver los problemas que plantea la asimetría de la información entre emisores e inversores (es decir, problemas de agente-principal)¹. Con el tiempo, el papel y la influencia de las agencias de calificación crediticia se han ampliado significativamente. Un gran número de participantes en el mercado ha incluido calificaciones crediticias en sus sistemas de evaluación del crédito y de las inversiones. Al mismo tiempo, los reguladores han utilizado de forma creciente normas vinculadas a las calificaciones. Conforme los mercados evolucionaban y pasaban a ser más complejos, se esperaba que las agencias de calificación crediticia cubrieran una gama más amplia de mercados y de instrumentos de deuda. En este entorno de creciente innovación financiera y de expansión de los mercados de crédito, las agencias de calificación se vieron sometidas a una presión considerable para proporcionar un número cada vez mayor de evaluaciones del crédito sin que se produjera una pérdida de calidad. Además, la mayoría de los participantes en el mercado, incluso los que supuestamente eran más sofisticados, no llevaron a cabo los procesos de diligencia debida, sino que antes bien externalizaron su gestión del riesgo de crédito a agencias de calificación, y confiaron en ellas. A raíz de la crisis de las hipotecas de alto

riesgo o *subprime* en Estados Unidos, se acusó a las agencias de calificación crediticia de haber emitido calificaciones iniciales de productos financieros estructurados que no reflejaban los verdaderos riesgos implícitos en esos valores. Efectivamente, los modelos empleados por las agencias de calificación no preveían los elevados niveles de morosidad que se materializaron en los bonos de titulización hipotecaria de Estados Unidos ni el diseño inadecuado de los mecanismos de apoyo a la liquidez en las operaciones de titulización, los cuales, dada su dependencia de la renovación de la deuda emitida por los vehículos de inversión estructurada (SIV), fallaron cuando las condiciones existentes en los mercados monetarios empeoraron sustancialmente. Además, los críticos achacaban a la deficiente vigilancia el deterioro que se venía observando en la evolución del conjunto de activos subyacentes que respaldaba los bonos de titulización hipotecaria desde antes de que se produjeran importantes perturbaciones en los mercados de titulización a mediados del 2007. Los comentaristas también destacaron los conflictos de intereses que parecían existir debido a los modelos de gestión utilizados por las agencias de calificación, según los cuales las propias agencias asesoraban a los emisores y a los intermediarios financieros en la etapa en la que se estructuraba una operación, así como a la práctica seguida en las agencias de calificación de que los emisores u originadores de las operaciones de titulización les pagaran directamente.

1 F. González, F. Haas, R. Johannes, N. Persson, L. Toledo, R. Violi, N. Wieland y C. Zins, *Market dynamics associated with credit ratings, a literature review*, Occasional Paper Series, n.º 16, BCE, Frankfurt am Main, junio del 2004.

En este contexto, las autoridades nacionales e internacionales emprendieron una serie de iniciativas. En el plano internacional, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) revisó su código de conducta para las agencias de calificación crediticia, con el fin de potenciar sus normas sobre la calidad y la integridad de las calificaciones, así como sobre la independencia de las agencias de calificación crediticia y la necesidad de evitar conflictos de intereses. En Estados Unidos, la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) reforzó su marco regulador con vistas a aliviar la preocupación relativa a los conflictos de intereses, mejorar la transparencia y asegurarse de que el marco regulador no dependa excesivamente de las calificaciones. En Europa, el 12 de noviembre de 2008, la Comisión Europea, tras efectuar una consulta pública, adoptó una propuesta de legislación relativa a la regulación de las agencias de calificación crediticia.

Este artículo tiene por objeto proporcionar una panorámica general de las principales iniciativas que se han puesto en marcha. La estructura es la siguiente: en la sección 2 se describe la evolución en materia de regulación que tuvo lugar antes de que se iniciara la crisis financiera; en la sección 3 se hace referencia al debate provocado por la crisis financiera; en la sección 4 se resumen las iniciativas adoptadas por el Eurosistema en lo que se refiere a la supervisión de las agencias de calificación crediticia; y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 PANORÁMICA DE LA EVOLUCIÓN REGULATORIA RELATIVA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DEL CRÉDITO ANTES DE LA CRISIS FINANCIERA DEL 2007

El mercado de calificaciones crediticias cuenta con una estructura específica, pues se encuentra dominado por tres grandes empresas internacionales (Standard & Poor's, Moody Investors Service y Fitch Ratings). Estas empresas tienen sus sedes y sus órganos de gobierno en Estados Unidos y operan dentro de la UE a través de filiales radicadas en varios países². Estas características del sector subra-

yan el carácter internacional del debate sobre las posibles iniciativas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia, dada la importancia de que exista una estrecha colaboración a escala mundial y la necesidad de que se armonicen las normas aplicadas a las empresas internacionales.

El debate sobre la necesidad de reforzar las medidas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia se inició en el año 2003, a raíz de los grandes escándalos empresariales que se produjeron en la UE y en Estados Unidos. Como se acusó a las agencias de calificación de no haber anticipado las quiebras empresariales, se adoptaron diversas iniciativas en materia de regulación.

En el plano internacional, IOSCO publicó, en septiembre del 2003, un informe y una Declaración de Principios para reguladores, agencias de calificación crediticia y otros participantes en el mercado, a fin de mejorar las medidas para proteger la integridad del proceso de calificación³. En diciembre del 2004, IOSCO publicó un código de conducta⁴ cuyo objetivo era servir de modelo a las agencias de calificación a la hora de elaborar sus propios códigos de conducta, en los que se incorporarían los principios de IOSCO.

En Europa, tras una Resolución aprobada por el Parlamento Europeo en febrero del 2004⁵, la Comisión Europea, después de haber pedido asesoramiento al Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR), adoptó una Comunicación el 11 de marzo del 2006, en la que llegó a la conclusión de que no se necesitaba ninguna iniciativa legislativa nueva.

2 Para una panorámica de la estructura de las grandes agencias de calificación crediticia y una lista de todas las agencias, véase *Impact assessment accompanying the European Commission's proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 de noviembre de 2008.

3 *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, septiembre del 2003, disponible en www.iosco.org.

4 IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, diciembre del 2004, disponible en www.iosco.org. El código consta de tres partes, a saber: Calidad e integridad del proceso de calificación; independencia e inexistencia de conflictos de intereses, y responsabilidad ante los inversores y emisores.

5 Resolución del Parlamento Europeo sobre el papel y los métodos de las agencias de calificación crediticia [(2003/2081(INI)], disponible en www.europarl.europa.eu.

Más concretamente, la Comisión concluyó que las directivas existentes sobre servicios financieros aplicables a las agencias de calificación⁶, junto con la autorregulación de las propias agencias de calificación crediticia basada en los Principios para la Elaboración de un Código de Conducta por las Agencias de Calificación Crediticia, de IOSCO, proporcionarían una respuesta adecuada a las principales cuestiones que son motivos de preocupación. Además, la Comisión pidió al CESR que verificara si los códigos de conducta de las agencias de calificación eran conformes al código IOSCO y que informara anualmente de ello⁷.

En Estados Unidos, el marco regulador existente sobre las organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* — NRSRO) se modificó en el 2006, con la adopción de la Ley de reforma de las agencias de calificación crediticia.

Esta ley estipulaba el registro de las NRSRO en la SEC, a quien se concedió la potestad de establecer las normas relativas a la supervisión y a la remisión de información financiera para las NRSRO registradas. La ley también autorizaba a la SEC a imponer requerimientos relativos a la remisión de información y al mantenimiento de registros, así como a examinar las actividades en materia de calificación de las NRSRO. No obstante, prohibía expresamente a la SEC regular «el contenido de las calificaciones crediticias o los procedimientos y las metodologías» mediante los cuales cualquier NRSRO establece las calificaciones.

Las normas de la SEC entraron en vigor el 26 de junio de 2007. Según estas nuevas normas, se exigía a las NRSRO proporcionar al público detalles relativos a su actividad, retener determinados datos, remitir algunos informes financieros al SEC, establecer procedimientos para la gestión de información relevante de carácter confidencial y hacer públicos y gestionar los conflictos de intereses. Además, las normas de la SEC prohíben a las NRSRO tener determinados conflictos de intereses y llevar a cabo determinadas prácticas injustas, abusivas o coercitivas.

3 EL DEBATE RELATIVO A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA TRAS EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA

3.1 DEFICIENCIAS REVELADAS POR LA CRISIS FINANCIERA

En el primer trimestre del 2007, algunos inversores empezaron a cuestionar la certeza de las calificaciones concedidas a determinados instrumentos financieros estructurados y, en particular, a los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS) y a las obligaciones garantizadas por deuda (CDO). De hecho, se ha argumentado que estas dudas sobre la calidad de las calificaciones otorgadas por las agencias y la integridad del proceso de calificación agravó la crisis de liquidez que se observó en los mercados financieros a partir de agosto del 2007⁸.

Diversos análisis de la crisis financiera han puesto de manifiesto la preocupación sobre las deficiencias de las metodologías utilizadas por las agencias de califi-

6 En concreto, la Directiva sobre abuso de mercado, la Directiva sobre adecuación del capital y la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros. La Comisión puso de relieve lo siguiente: La Directiva sobre abuso de mercado se ocupa de la información privilegiada y de la manipulación del mercado. Trata de la presentación adecuada de las recomendaciones de inversión y de la divulgación de información sobre conflictos de intereses. A efectos de esta Directiva, las calificaciones crediticias no constituyen una recomendación, pero se consideran opiniones sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero. Sin embargo, estipula que las agencias de calificación crediticia consideren la adopción de políticas y procedimientos internos concebidos para asegurar que las calificaciones crediticias que publican se presenten con imparcialidad. La Directiva sobre adecuación del capital estipula el empleo de evaluaciones externas del crédito en la determinación de las ponderaciones según el riesgo (y de los correspondientes requerimientos de capital) aplicadas a los riesgos de los bancos o de las empresas de inversión. Esta directiva establece una serie de requerimientos que han de cumplir las agencias externas de evaluación del crédito (ECAI) antes de que la autoridad competente las reconozca. Las disposiciones de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros relativas a la gestión empresarial y a los requerimientos organizativos son aplicables a las agencias de calificación crediticia que también proporcionan servicios de inversión con carácter profesional.

7 En diciembre del 2006, el CESR publicó su primer informe anual. Llegó a la conclusión de que las principales agencias de calificación crediticia que han suscrito el sistema de seguimiento voluntario del CESR cumplían, en general, el código IOSCO.

8 Véase IOSCO, *Final Report on the subprime crisis*, mayo del 2008, p. 2 y ss.

cación crediticia a la hora de calificar instrumentos financieros estructurados y la falta de incentivos para realizar una evaluación independiente, ya que son los emisores los que pagan a las agencias.

El informe del Foro de Estabilidad Financiera (FSF), publicado el 7 de abril de 2008, resumía, por ejemplo, las principales fuentes de preocupación sobre el comportamiento de las agencias de calificación crediticia como sigue: «deficiencias en los modelos y metodologías de calificación; inadecuada diligencia debida al verificar la calidad del conjunto de activos que respalda los valores sobre los que se ha emitido una calificación; transparencia insuficiente sobre los supuestos, los criterios y las metodologías utilizadas al calificar los productos estructurados; difusión insuficiente de información sobre el significado y las características de riesgo de las calificaciones de los instrumentos financieros estructurados; atención insuficiente de los conflictos de intereses en el proceso de calificación»⁹. El FSF presentó también una serie de recomendaciones para adoptar nuevas medidas. Estas recomendaciones están relacionadas con la calidad del proceso de calificación; las calificaciones diferenciadas y la información ampliada sobre los productos estructurados; la evaluación por parte de las agencias de calificación de la calidad de los datos utilizados, y el uso de las calificaciones por los inversores y los reguladores. Otros análisis realizados por organizaciones internacionales y autoridades públicas en Estados Unidos y Europa coincidieron en la identificación de los aspectos mencionados anteriormente¹⁰.

El Eurosistema está muy interesado en el debate sobre las posibles medidas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia por los motivos que se presentan a continuación.

En primer lugar, las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en el funcionamiento de los mercados, al reducir las asimetrías de información entre los emisores y los inversores, contribuyendo así a una asignación más eficiente de los riesgos y de los recursos por parte de los participantes en el mercado.

En segundo lugar, lo ocurrido durante la crisis fi-

nanciera ha mostrado que la percepción de deficiencias en la actividad de calificación crediticia llevada a cabo por las agencias de calificación puede empeorar la confianza del mercado y podría afectar negativamente a la estabilidad financiera.

En tercer lugar, el Eurosistema se ve directamente afectado por los servicios que prestan las agencias de calificación en el contexto de las tareas y obligaciones del Eurosistema en relación con la ejecución de la política monetaria y las operaciones de gestión de activos. El segundo guión del punto 1 del artículo 18 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (Estatutos del SEBC) estipula, en concreto, que el BCE y los bancos centrales nacionales pueden «realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas». En este sentido, un criterio importante que los activos deben cumplir para poder utilizarse como garantía (colateral) en las operaciones de política monetaria es que han de tener una elevada calidad crediticia. En la evaluación de la calidad crediticia de los activos admitidos como garantía, el Eurosistema tiene en cuenta, entre otros factores, la evaluación del crédito procedente de distintas fuentes, incluidas las agencias de calificación crediticia que se definen como «agencias externas de evaluación del crédito» (ECAI). Estas últimas están sujetas a criterios de aceptación generales, y se complementan con un procedimiento para seguir funcionando durante varios años, conforme a las condiciones publicadas en la Orientación del BCE sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

9 Foro de Estabilidad Financiera, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 de abril de 2008, p. 8.

10 Véase IOSCO, *Final Report on the subprime crisis*, mayo del 2008; SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, julio del 2008; Comisión Europea, *Impact assessment accompanying the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 de noviembre de 2008.

11 Para más detalles, véase la respuesta del Eurosistema a la consulta pública de la Comisión Europea, publicada en el sitio web del BCE el 25 de septiembre de 2008.

En este contexto, la opinión del Eurosistema es que las iniciativas relativas a las agencias de calificación crediticia deberían ir encaminadas al logro de los tres objetivos siguientes¹¹:

- *Aumentar la transparencia sobre la emisión de calificaciones y sobre la supervisión de esas calificaciones*: la mejora de los criterios de divulgación de información permitiría comparar mejor las evaluaciones realizadas por las agencias de calificación, con lo que se incrementaría la competencia y la innovación en el sector, al crear oportunidades para la evaluación entre pares y eliminar posibles desventajas competitivas derivadas de la falta de acceso a información sobre los activos de garantía subyacentes.
- *Lograr que el proceso de calificación satisfaga los criterios de calidad e integridad adecuados*: los modelos y procesos utilizados para emitir calificaciones deberían basarse en supuestos sólidos que eviten una volatilidad excesiva de las calificaciones, la cual podría provocar un acusada revaloración de los activos y reducir la confianza del mercado. El marco regulador debería facilitar también que los usuarios realizaran pruebas de estrés sobre parámetros clave de los modelos y disponer que las agencias de calificación crediticia informaran de los supuestos económicos en que se basan sus calificaciones de productos estructurados.
- *Proteger la integridad y la independencia de las agencias de calificación crediticia*: los conflictos de intereses deberían evitarse o tratarse de forma adecuada dentro de un marco regulador transparente, que sería necesario aplicar debidamente.

Además, el conflicto de intereses causado por el modelo de gestión de las agencias de calificación, según el cual los emisores pagan por las calificaciones, podría tratarse más a fondo en el medio plazo.

El reconocimiento de los asuntos que se acaban de mencionar dio lugar a una serie de iniciativas, tanto por parte del sector como de las autoridades públicas, que se presentan a continuación con mayor detalle.

3.2 INICIATIVAS DE MERCADO ENCAMINADAS A LA AUTORREGULACIÓN

Las agencias de calificación crediticia han anunciado recientemente cambios para mejorar la integridad de sus procesos de calificación. Algunos de los cambios ya se han puesto en práctica y otros están a punto de aplicarse, a la espera, en algunos casos, de la reacción del mercado. Las agencias de calificación son plenamente conscientes del hecho de que los fallos registrados en las calificaciones de los productos financieros estructurados han mermado la confianza de los participantes en el mercado y de los reguladores en la capacidad de las agencias para evaluar la calidad crediticia. Estos cambios son consecuencia de la urgente necesidad de adoptar cualquier medida que pueda contribuir a restablecer el papel único de las agencias de calificación crediticia como «guardianes» de los mercados de crédito mundiales.

En el informe conjunto que enviaron al IOSCO en abril del 2008, cinco agencias de calificación se comprometieron a poner en práctica, cuando fuera preciso, una serie de medidas para mejorar la independencia, la transparencia y la calidad del proceso de calificación crediticia, y contribuir a restablecer la confianza en este sector¹². Si bien muchas de las medidas propuestas son bastante esenciales, tratan de subsanar algunos de los fallos fundamentales que se pasaron por alto en épocas «normales», es decir, cuando los mercados financieros no sufren una situación de estrés. Se ha admitido que no se dio la prioridad necesaria a esos elementos básicos, en concreto en un momento de rápido crecimiento y de exceso en los mercados.

Un tema implícito en los cambios promovidos por las propias agencias de calificación es su reconocimiento de que la resolución de la actual crisis de confianza en el sector de las calificaciones crediticias recae fundamentalmente en ellas y que la intervención aislada de los reguladores no es solu-

12 Respuesta conjunta de A. M. Best Company, Inc., DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Investors Service, Inc., y Standard & Poor's Rating Services al *IOSCO Technical Committee Consultation Report on the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, abril del 2008.

ción para superar esta crisis de confianza. La regulación pública puede ser contraproducente, pues los participantes en el mercado podrían considerar que ello supone el apoyo oficial de las calificaciones emitidas por las agencias de calificación crediticia, lo que tal vez no sea deseable para el adecuado funcionamiento de los mercados de crédito.

Aunque las tres medidas de acción citadas por las agencias de calificación crediticia en sus planes de autorregulación coinciden con los tres objetivos del BCE relativos a una posible actuación reguladora en lo que respecta a las agencias de calificación (independencia, calidad de las calificaciones y transparencia), es discutible que las medidas propuestas por las agencias tengan el alcance suficiente como para resolver los asuntos que son motivo de preocupación. Las agencias se han comprometido a poner en marcha un total de 22 medidas concretas, seis de ellas relacionadas con la independencia del proceso de calificación crediticia, ocho, con la calidad de las calificaciones y ocho, con la transparencia. Como se acaba de comentar, estas medidas son bastante importantes si se consideran individualmente, pero no tienen el calado suficiente para resolver totalmente las cuestiones que se han planteado durante la crisis financiera en relación con el funcionamiento y el papel de las agencias de calificación crediticia en los mercados de crédito desarrollados.

3.3 INICIATIVAS ESTADOUNIDENSES

El 11 de junio de 2008, la SEC propuso nuevas normas relativas a las agencias de calificación crediticia para complementar las normas implantadas de conformidad con la Ley de reforma de las agencias de calificación crediticia de junio del 2007, que tenía por objeto aumentar la transparencia del proceso de calificación y frenar las prácticas que habían contribuido a las turbulencias recientes en los mercados financieros¹³.

En particular, la SEC propuso:

- (i) prohibir a las agencias de calificación crediticia emitir calificaciones sobre productos

estructurados, a menos que se disponga de información sobre los activos que respaldan los productos, así como estructurar cualquier producto que hayan calificado;

- (ii) exigir a las agencias de calificación crediticia que efectúen una distinción entre las calificaciones que emiten sobre productos estructurados y las que emiten sobre bonos, bien sea mediante el empleo de símbolos diferentes o bien mediante la publicación de un informe en el que se presenten las diferencias entre las calificaciones de productos estructurados y las de otros valores, y
- (iii) eliminar las referencias a las calificaciones de las NRSRO de las normas y los formularios establecidos en la Ley del Mercado de Valores de 1934, con el fin de que el papel que la SEC ha atribuido en sus normas a las calificaciones crediticias sea coherente con el objetivo de conseguir que la evaluación de los riesgos efectuada por los inversores sea independiente y que los límites y fines de la calificación crediticia de los productos estructurados sea clara para los inversores. Esta medida aborda la preocupación relativa a que el empleo de las calificaciones de las NRSRO en las normas y formularios de la SEC podrían haber contribuido a una dependencia indebida de dichas calificaciones¹⁴.

Por último, el 3 de diciembre de 2008 la SEC aprobó una serie de medidas para incrementar la transparencia y la rendición de cuentas de las agencias de calificación crediticia y para lograr que las empresas proporcionen calificaciones más significativas y una mayor información a los inversores¹⁵. Las actuaciones de la SEC se basaron en un análisis exhaustivo, llevado a cabo durante diez meses, de las tres principales agencias de calificación crediticia, que encontró importantes deficiencias en las prácticas relativas a la calificación crediticia.

13 Véase www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm.

14 Véase www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm.

15 Véase www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm.

3.4 INICIATIVAS DE LA UE

En la UE, a solicitud de la Comisión Europea, el CESR preparó en mayo del 2008 un informe sobre el proceso de calificación de instrumentos financieros estructurados en el contexto de las recientes turbulencias, en el que se ponían de manifiesto medidas específicas para mejorar la conducta de las agencias de calificación crediticia. El 31 de julio, la Comisión Europea publicó dos documentos de consulta relativos a (a) un marco regulador completo para las agencias de calificación crediticia, y (b) opciones de política para abordar el problema de la dependencia excesiva de las calificaciones.

Tras la consulta y la solicitud del Consejo de la UE de 16 de octubre de 2008 de una propuesta para fortalecer las normas relativas a las agencias de calificación crediticia y su supervisión a nivel

de la UE, la Comisión Europea adoptó una propuesta legislativa el 12 de noviembre de 2008.

La propuesta establece las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias que son necesarias para restablecer la confianza del mercado y aumentar la protección de los inversores. Más concretamente, la propuesta pretende que los supervisores europeos puedan controlar las actividades de las agencias cuyas calificaciones se utilizan principalmente con fines de regulación por entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros y reaseguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones de la UE.

En noviembre del 2008, la Comisión presentó formalmente su propuesta de Reglamento, y, en marzo del 2009, se envió el texto definitivo al Consejo Ecofin y, posteriormente, al Parlamento Europeo para su adopción.

Recuadro

LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

Los principales elementos de la propuesta de la Comisión Europea son los siguientes.

Independencia e inexistencia de conflictos de intereses

La propuesta se propone reformar las estructuras de gobierno interno, introduciendo controles internos y líneas jerárquicas sólidas, y separando claramente la función de calificación de la de incentivos empresariales. La supervisión externa se fortalece al asignar tareas específicas a los miembros independientes de los consejos de administración o de supervisión de las agencias de calificación crediticia. También se solicita a estas agencias que limiten su actividad a la calificación crediticia y a operaciones afines y que excluyan los servicios de consultoría o asesoría. Los empleados están sujetos a mecanismos de rotación.

Calidad de las calificaciones

Los nuevos requerimientos pretenden que los participantes en los mercados más sofisticados puedan comprobar la solidez de las metodologías utilizadas y verificar las calificaciones emitidas por la agencia calificación crediticia, pero también aumentar la disciplina de mercado. Para cumplir estos objetivos, se exige a las agencias de calificación crediticia que informen a su debido tiempo de las metodologías, modelos y supuestos principales que utilizan en el proceso de calificación. Los métodos deben mantenerse actualizados y ser sometidos a revisiones, y las agencias de calificación deben revisar continuamente sus calificaciones. Además, se exige a estas agencias que empleen metodologías rigurosas, sistemáticas y que generen calificaciones que puedan ser validadas a partir de la experiencia histórica.

Aumento de la transparencia

Las agencias de calificación crediticia deben hacer pública información sobre los conflictos de intereses, las metodologías, los supuestos de calificación principales, y el carácter de su política de remuneración. También deben informar regularmente de los datos sobre las tasas de impago de las categorías de calificación, por lo que el CESR se encargará de crear un registro central público de tales datos. Las agencias de calificación crediticia deben publicar un informe anual y mantener un registro con sus actividades.

Registro y supervisión de las agencias de calificación crediticia

La propuesta establece que el CESR constituye el «punto de contacto único» para el registro, pues es el más indicado para hacer las veces de ventanilla única a efectos de las solicitudes y de punto central para la información y coordinación de todos los reguladores nacionales de la UE. Sin embargo, la responsabilidad del registro de las agencias de calificación crediticia recae en la autoridad competente del Estado miembro de origen. Para poder actuar como punto de contacto único, es conveniente asociar estrechamente al CESR al proceso de registro desde un principio y reconocerle el derecho a pronunciarse sobre la conveniencia de que la autoridad competente del Estado miembro de origen proceda a la inscripción o baja registral, así como otorgarle la posibilidad de exigir el reexamen de los proyectos de decisión.

La autoridad competente del Estado miembro de origen se encarga de la supervisión de la agencia de calificación crediticia, en colaboración con las autoridades competentes de los otros Estados miembros interesados. Se insta a las autoridades competentes a que establezcan un colegio de supervisores y operen a través de él, y a que mantengan debidamente informado al CESR. Efectivamente, se pide a esta institución que brinde asesoramiento y que, en cooperación con el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) y del Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS), publique orientaciones sobre diversos temas, incluidos los acuerdos de coordinación entre las autoridades competentes; las prácticas y las actividades relativas a su cumplimiento; y las normas comunes para la presentación de información.

Con el fin de que las autoridades competentes pueden desempeñar sus tareas de conformidad con la legislación nacional, la propuesta les concede las siguientes facultades:

- podrán tener acceso a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir y realizar copias del mismo;
- podrán requerir información de cualquier persona y, en su caso, convocar e interrogar a una persona para obtener información;
- podrán realizar inspecciones in situ con o sin previo aviso; y
- podrán requerir una relación de comunicaciones telefónicas y tráfico de datos.

Las autoridades competentes pueden ejercer sus facultades directamente, en colaboración con otras autoridades, o solicitándolo a las autoridades judiciales competentes. Cuando una autoridad competente determina que una agencia de calificación crediticia registrada está incumpliendo las obligaciones que se derivan del Reglamento, podrá imponer sanciones, incluidas la baja registral, la prohibición temporal de emitir calificaciones crediticias y/o la suspensión del uso de las calificaciones crediticias con fines de regulación. Para mayor claridad, entre las obligaciones cuyo incumplimiento puede dar lugar a la adopción de sanciones por parte de las autoridades competentes, la propuesta hace referencia frecuentemente a los requerimientos relativos a la independencia y a la inexistencia de conflictos de intereses.

La propuesta requiere la cooperación de las autoridades competentes. A este respecto, estipula que, en caso de conflicto, las autoridades competentes deben comunicar el asunto al CESR para que se pronuncie sobre él. Además, las autoridades competentes deben, sin retraso indebido, facilitarse entre sí la información requerida para poder desempeñar sus deberes de conformidad con el Reglamento. Las autoridades competentes podrían proporcionar a los supervisores, a los bancos centrales, al SEBC, al BCE, y a cualesquiera otras autoridades públicas responsables de vigilar los sistemas de pago y liquidación la información confidencial para el desempeño de sus funciones.

Cabe señalar que algunas de las normas propuestas se basan en el conjunto de principios establecidos en el código IOSCO. La propuesta da a esas normas un carácter legalmente vinculante. Además, en los casos en que los principios del código IOSCO no son suficientes para restablecer la confianza del mercado y lograr la protección de los inversores, la Comisión Europea ha propuesto normas más estrictas.

En el momento en que se escribía este artículo, el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo se encontraban debatiendo la propuesta de la Comisión Europea. La negociación política puede dar lugar a importantes cambios en el marco regulador propuesto.

3.5 LA OPINIÓN DEL BCE SOBRE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

Una de las cuestiones que son objeto de un intenso debate en el contexto europeo se refiere al elemento principal de un marco a nivel de la UE que proporcionaría la adecuada coordinación de las actividades de las autoridades nacionales en el campo del registro y la supervisión de las agencias de calificación crediticia.

En respuesta a la consulta pública iniciada por la Comisión Europea el 31 de julio de 2008, el Eurosistema expresaba su apoyo al desempeño de un papel coordinador por parte del CESR dentro de un marco que contemple la participación estrecha de todas las autoridades nacionales relevantes. El Eurosistema también puso de relieve que cualquier mecanismo de coordinación establecido para la regulación y la supervisión de las agencias de calificación crediticia debería diseñarse conside-

rando debidamente dos elementos, a saber (i) la necesidad de evitar la duplicación de los procedimientos con los instaurados por los supervisores bancarios para reconocer las agencias de calificación crediticia como ECAI, de conformidad con los requerimientos previstos en la Directiva sobre adecuación del capital y (ii) la necesidad de contemplar un nivel de participación adecuado por parte del Eurosistema, dado su gran interés desde una perspectiva de estabilidad financiera y el hecho de que ya ha establecido un marco para el conjunto del Eurosistema con el fin de efectuar un seguimiento del funcionamiento y el comportamiento de las agencias de calificación crediticia.

En lo que se refiere al marco supervisor propuesto para las agencias de calificación crediticia, que se centra en los reguladores de los mercados de valores y en el papel de coordinación desempeñado por el CESR, deberían establecerse los mecanismos adecuados para garantizar la coordinación con los supervisores bancarios y con los bancos centrales.

En primer lugar, en cuanto a la cooperación con los supervisores bancarios, el Eurosistema acoge con satisfacción la introducción de disposiciones destinadas a garantizar que el Reglamento propuesto incluya todos los criterios que deberían cumplirse de acuerdo con el proceso de reconocimiento de las ECAI. Ello evitaría que las agencias de calificación crediticia estén sujetas a requerimientos que se solapen o entren en conflicto con aquellos establecidos en el Reglamento propuesto. Además, el Eurosistema acoge favorablemente la introducción de la consulta obligatoria del CEBS (así como del CEIOPS) con anterioridad a la publicación de orientaciones para las autoridades nacionales competentes.

En segundo lugar, en cuanto a los acuerdos de coordinación con el BCE y el Eurosistema, el Reglamento propuesto debería estar en línea con los cambios propuestos recientemente en la Directiva sobre adecuación del capital¹⁶ para el intercambio de información entre los reguladores de los mercados de valores, los bancos centrales y el BCE. En particular, el Reglamento debería permitir la transmisión de información desde las autoridades nacionales competentes a los bancos centrales de la UE, incluido el BCE, si tal información es de importancia para el desempeño de las tareas clave de banca central, como la ejecución de la política monetaria, la vigilancia de los sistemas de pago y liquidación de valores, y la salvaguarda de la estabilidad financiera.

En el momento en que se escribía este artículo, el BCE estaba terminando de preparar su dictamen sobre la propuesta de la Comisión Europea.

4 LA SUPERVISIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA POR EL EUROSISTEMA COMO EXIGE EL MARCO DE EVALUACIÓN DEL CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

En su calidad de autoridad monetaria, el BCE realiza actualmente un seguimiento del funcionamiento y de las actividades de las agencias de calificación crediticia. En el contexto de la ejecución de las operaciones de política monetaria, lo hace a través del denominado Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema (ECAAF) para los activos de garantía admitidos. El ECAF es el conjunto de normas y procedimientos que aseguran que los activos utilizados por las entidades de contrapartida para garantizar el crédito obtenido en las operaciones de política monetaria tengan la calidad adecuada. Una de las tareas más importantes del ECAF es velar por que las agencias de calificación crediticia admisibles para los fines ECAF, utilizadas como fuente de información para la evaluación crediticia de los activos de garantía, se ajusten a determinados criterios operativos y de funcionamiento definidos por el Eurosistema.

El procedimiento de seguimiento del funciona-

miento definido por el BCE se aplica sistemáticamente a las distintas agencias de calificación crediticia admitidas, y consiste en una evaluación ex-post de las calificaciones emitidas por la agencia de calificación mediante un programa de control a posteriori (*back-testing*). Para ello, el BCE exige que todas las agencias de calificación admitidas proporcionen información sobre un grupo o *pool* estático de deudores evaluados dentro de una categoría de calificación dada a principios de año, así como de si han pasado a pertenecer a otra categoría o a incurrir en impago. Los resultados de estos análisis se comparten con las agencias de calificación, se examina cualquier desviación posible del comportamiento esperado y se acuerda con la agencia de calificación las posibles medidas de seguimiento para mejorar el funcionamiento. El marco actual permite excluir a una agencia cuando se observa una situación grave de mal funcionamiento durante un período predeterminado y no mejora su emisión de calificaciones.

El ECAF también asegura que la correspondencia de las diferentes escalas de calificación de las distintas agencias de calificación crediticia se aplique correctamente. Ello requiere entender bien lo que significa la emisión de calificaciones por parte de una agencia. Por lo tanto, a las agencias de calificación se les exige regularmente que proporcionen la información necesaria para poder construir correctamente las tablas de correspondencia de las calificaciones.

Además, el BCE ha establecido un diálogo directo con las agencias de calificación crediticia del ECAF sobre la mejora de la difusión de los análisis de las calificaciones, la información sobre la supervisión del funcionamiento y el perfeccionamiento de las metodologías utilizadas en las calificaciones crediticias. Se presta especial atención a la mejora de la transparencia de los procesos de supervisión llevados a cabo por las agencias de calificación en el área de las finanzas estructuradas. Desde el inicio de la crisis financiera, el BCE ha modificado

¹⁶ Véase la reciente propuesta de la Comisión por la que se modifica la Directiva sobre adecuación del capital (Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE).

las medidas de control de riesgos para mejorar la transparencia de las calificaciones de los bonos de titulización¹⁷. Las calificaciones de los bonos de titulización se explicarán y publicarán en un informe (un informe pre-venta detallado o un informe de nueva emisión), que incluirá un análisis exhaustivo de los aspectos estructurales y legales, un análisis detallado del conjunto de activos titulizados, y un análisis de los participantes en la operación y de cualesquiera otras características relevantes de la transacción. Además, las agencias de calificación tendrán que publicar revisiones de las calificaciones, como mínimo con periodicidad trimestral¹⁸. Estos informes deberán incluir, al menos, una actualización de los principales datos de las operaciones (por ejemplo, composición del conjunto de activos titulizados, participantes en la operación y estructura de capital) y medidas ex-post de la calidad de las calificaciones otorgadas previamente (*performance data*). El BCE está trabajando en estos momentos con las agencias de calificación en el reforzamiento de la supervisión llevada a cabo por las agencias de calificación, con el fin de introducir en el proceso de supervisión existente un nivel de información préstamo a préstamo para los bonos de titulización admitidos en las operaciones del Euro-sistema. Se considera que los fallos en el proceso de supervisión de las calificaciones de los bonos respaldados con hipotecas de alto riesgo o *subprime* han tenido un importante papel en el inicio de la crisis financiera. Estos esfuerzos mejorarán la calidad del proceso de supervisión al permitir a las agencias de calificación la pronta identificación de cualquier problema con los activos que respaldan las operaciones. Se espera que al mejorar la transparencia del proceso de supervisión, los participantes en el mercado recuperen la confianza en la labor desarrollada por las agencias de calificación en los mercados de titulización, lo que permitiría su reactivación.

5 CONCLUSIONES

El carácter internacional del sector de calificaciones crediticias exige un acuerdo a nivel mundial sobre los principales elementos de la respuesta reguladora a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera. Por lo tanto, el Eurosis-

tema acoge con satisfacción el acuerdo alcanzado por los líderes del G-20 el 2 de abril de 2009 en lo que se refiere a la introducción de un régimen de supervisión de las agencias de calificación crediticia cuyas calificaciones se utilizan con fines de regulación, que incluirá el registro obligatorio, así como normas y procedimientos para gestionar los conflictos de intereses y garantizar la transparencia y la calidad del proceso de calificación. El marco de supervisión de las distintas jurisdicciones debería ser semejante, y las autoridades nacionales deberían intercambiar información; también a través de IOSCO.

Además, las autoridades nacionales deberían poder estar facultadas para imponer normas y exigir a las agencias de calificación crediticia cambios en las prácticas y los procedimientos para gestionar los conflictos de intereses y asegurar la transparencia y la calidad del proceso de calificación. Por último, dado el carácter internacional de algunas agencias de calificación crediticia, el marco de supervisión de las distintas jurisdicciones debería ser semejante, y debería haber un intercambio adecuado de información entre las autoridades nacionales responsables de la supervisión de las agencias de calificación crediticia. En concreto, el papel de IOSCO de seguir garantizado la coherencia de las regulaciones relativas a las agencias de calificación crediticia de las distintas jurisdicciones, mediante revisiones y actualizaciones regulares del código, tendría una importancia crucial para que los participantes en el mercado puedan seguir teniendo confianza en la fiabilidad de las calificaciones proporcionadas por las agencias de calificación crediticia.

17 Véase la nota de prensa del BCE de 4 de septiembre de 2008 sobre la revisión bienal de las medidas de control de riesgos.

18 Para bonos de titulización cuyos activos subyacentes pagan principal e intereses con frecuencia semestral o anual, los informes de supervisión pueden tener periodicidad semestral o anual, respectivamente.